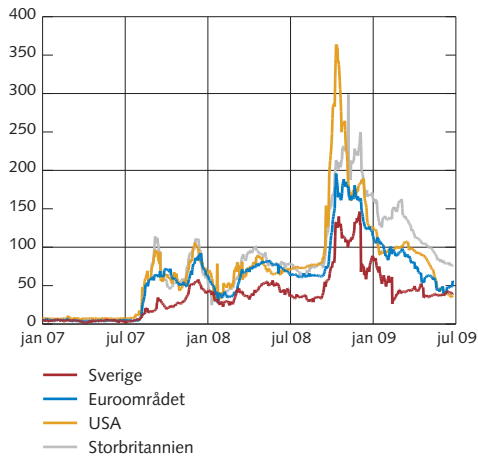


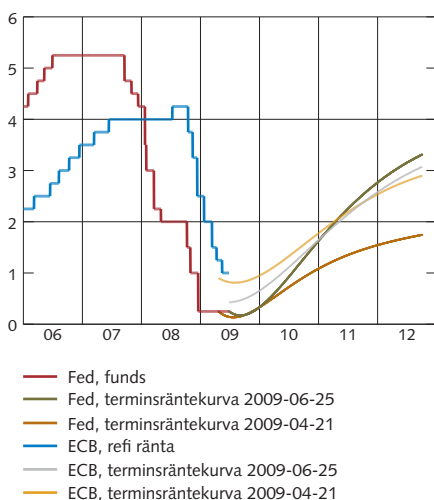
Diagram 44. Skillnad mellan interbankräntor och förväntade styrräntor (Basis-spread)
Räntepunkter



Anm. Differensen är beräknad som skillnaden mellan tre månaders interbankränta och tre månaders overnight index swap-ränta.

Källor: Reuters EcoWin och Riksbanken

Diagram 45. Penningpolitiska förväntningar i euroområdet och USA
Procent



Anm. Terminalsräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta, vilken inte alltid motsvarar den officiella styrräntan.

Källor: Reuters Ecwin och Riksbanken

på ekonomierna och minska riskerna för deflation. Federal Reserves rekordlåga styrränta med målintervallet 0-0,25 procent har dock legat kvar på samma nivå sedan i december 2008. Terminalsräntorna visar att marknadsaktörerna är inställda på att styrräntan i USA är kvar på denna nivå resten av 2009 för att under sommaren 2010 ha höjts till 1 procent (se diagram 45).

Den europeiska centralbanken ECB har sänkt styrräntan med 25 räntepunkter till 1 procent sedan den penningpolitiska uppföljningen i april. Terminalsräntorna tyder på att marknaden förväntar sig att styrräntan med viss sannolikhet sänks under hösten för att under våren 2010 återigen ligga på 1 procent (se diagram 45). Bank of England har inte ändrat sin styrränta på 0,5 procent sedan i mars. Marknadens prissättning visar att en sänkning av styrräntan är tänkbar under hösten, men sedan höjs den till 1 procent under våren 2010.

Riksbanken sänkte reporäntan med 50 räntepunkter till 0,5 procent i samband med den penningpolitiska uppföljningen i april. Nu tyder terminalsräntorna på att marknaden förväntar sig att reporäntan i princip är oförändrad fram till årsskiftet för att därefter successivt stiga till 1 procent under sommaren 2010 (se diagram 46). Det innebär att marknadsaktörernas penningpolitiska förväntningar är ungefär desamma som efter det penningpolitiska mötet i april.

■ ■ Centralbanker har köpt stats- och bostadsobligationer och genomfört andra åtgärder

Med styrräntor nära noll, har några centralbanker valt att bedriva penningpolitik genom andra åtgärder såsom köp av stats- och bostadsobligationer. Federal Reserve annonserade i mars en plan för köp av statsobligationer med löptider på upp till tio år på andrahandsmarknaden för 300 miljarder dollar. Räntan på statsobligationer föll vid centralbankens besked, men därefter har de långa statsobligationsräntorna stigit (se diagram 42). Drygt hälften av det annonserade beloppet för obligationsköp kvarstår.

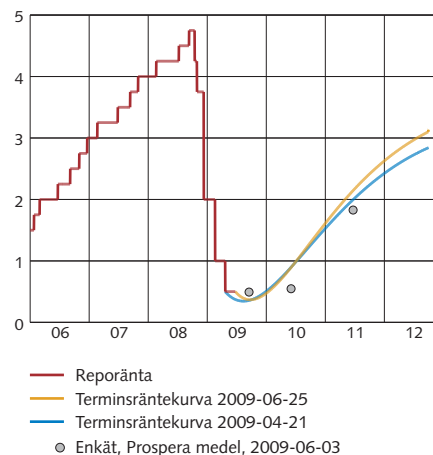
ECB beslutade nyligen att köpa säkerställda obligationer för 60 miljarder euro. Obligationsköpen kommer att ske både på första hands- och andrahandsmarknaden under ett år över hela euroområdet och med start i juli. ECB har också lånat ut 442 miljarder euro till fast ränta under ett år. Det utlånade beloppet motsvarar knappt 5 procent av ett års BNP i euroområdet. ECB:s utlåning sker med så kallad full tilldelning, vilket innebär att utlåningsvolymen inte är bestämd i förväg. Så länge låntagarna (bankerna) har godtagbara säkerheter för lånen finns det inget tak för hur hög utlåningen kan bli.

Den brittiska regeringen har gett Bank of England mandat att köpa värdepapper upp till 150 miljarder pund varav centralbanken avsatt 125 miljarder pund för köp av långa värdepapper. Knappt hälften av medlen återstår för långa obligationer som pågår fram till sensommaren. Bank of Japan har under våren utökat sina köp av statsobligationer på långa löptider. Även den schweiziska centralbanken har köpt statsobligationer och säkerställda obligationer. Bank of Canada har meddelat att liknande så kallade kvantitativa lättnader kan komma att användas för att uppnå sitt inflationsmål. Sammanfattningsvis driver centralbanker världen över en fortsatt mycket expansiv penningpolitik i syfte att hålla nere marknadsräntorna.

■ ■ Starkare börsutveckling

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har börskurserna världen över stigit (se diagram 47). Statliga stimulanspaket, positiva besked om stresstester av amerikanska banker samt relativt starka framåtblickande indikatorer och bolagsrapporter har fått investerarna att dra slutsatsen att fallet i konjunkturen har bromsat upp. Därmed har viljan att placera i mer riskfyllda tillgångar ökat, vilket fått aktiemarknaderna att stiga. Stockholmsbörsen har stigit betydligt den senaste tiden samtidigt som volatiliteten minskat (se diagram 5). Aktiekurserna har stigit mest för bolag inom finans- och energisektorn.

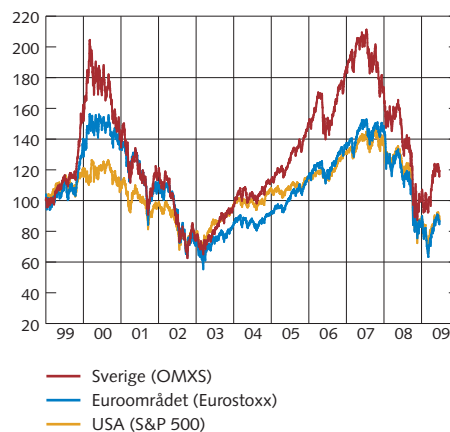
Diagram 46. Penningpolitiska förväntningar i Sverige enligt penningmarknadens aktörer
Procent



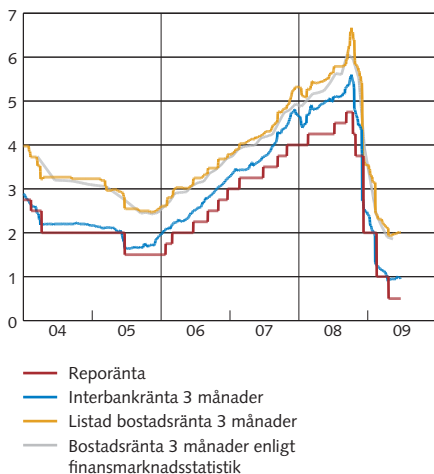
Anm. Terminräntorna har justerats för riskpremier och beskriver då förväntad dagslåneränta.

Källor: Reuters Ecowin, TNS Prospera och Riksbanken

Diagram 47. Börsutveckling
Index, 1999-01-04 = 100

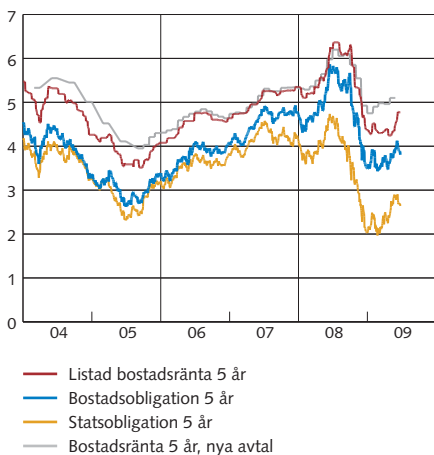


Källa: Reuters EcoWin

Diagram 48. Korta räntor i Sverige
Procent

Anm. Avser genomsnittet av listade bostadsräntor från banker och bostadsinstitut, samt månadsgenomsnitt för tremånaders bostadsränta för bolåneinstitutens nya utlåning enligt Riksbankens finansmarknadsstatistik. Listade bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB Spintab och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

Diagram 49. Långa bostadsräntor i Sverige
Procent

Anm. Avser genomsnittet av listade 5-åriga bostadsräntor från banker och bostadsinstitut samt 5-årig bostadsränta för bolåneinstitutens nya avtal enligt Riksbankens finansmarknadsstatistik. Listade bostadsräntor är de räntor som Nordea, SBAB, SEB Spintab och Stadshypotek publicerar bland annat i dagspressen.

Källor: Reuters EcoWin, SCB och Riksbanken

■ ■ Stor skillnad mellan korta och långa boräntor

Riksbankens räntesänkningar har under 2009 slagit igenom fullt ut på hushållens rörliga bolåneräntor. Sedan april har listade bolåneräntor varit relativt oförändrade på en nivå nära 2 procent. I genomsnitt har skillnaden mellan dessa bolåneräntor och reporäntan varit cirka 1,5 procentenheter under perioden april till början av juni (se diagram 48). Jämfört med höstens ränteskillnader möter hushållen en mer normal prissättning på bolån, men differensen är fortfarande cirka 20 räntepunkter högre än det historiska genomsnittet sedan 1996.

Långa bolåneräntor har stigit sedan den penningpolitiska uppföljningen, vilket hänger samman med att statsobligationsräntorna på motsvarande löptid också har stigit (se diagram 49). Skillnaden mellan bostads- och statsobligationsräntorna, den så kallade bospreaden, har minskat till i genomsnitt cirka 115 räntepunkter från och med april (se diagram 50). Därmed har bospreaden sjunkit jämfört med det sista kvartalet 2008. Den är dock fortfarande högre än den genomsnittliga skillnaden på omkring 85 räntepunkter under det första halvåret 2008 och avsevärt större jämfört med tiden innan den finansiella turbulensen började hösten 2007.

■ ■ Bostadspriserna har stabiliserats

Under det första kvartalet 2009 föll småhuspriserna jämfört med samma period föregående år (se diagram 51). Enligt SCB:s småhusbarometer och Mäklarstatistik har priset på bostäder avtagit under våren. Priserna steg med 1 procent på både småhus och bostadsrätter i april jämfört med mars. Priserna på småhus har fortsatt att stiga med 2 procent i maj, jämfört med april, medan priserna på bostadsrätter varit oförändrade.

■ ■ Bankutlåningen ökar långsammare

Finansmarknadsstatistiken visar att ökningstakten i utlåningen till hushåll, mätt i årlig procentuell förändring, har fortsatt att avta under 2009 (se diagram 52). Den senaste tidens avmattning beror främst på att bolånen ökar långsammare. Skälen till detta kan vara stramare finansieringsvillkor och den allmänna avmattningen på bostadsmarknaden.

Utlåningstakten till företag avtog i fjol och den trenden har fortsatt i år vilket hänger samman med kraftigt minskade investeringar. Den finansiella krisen har gjort att företagen tycker att det har blivit svårare att låna. Sammantaget tyder tillgänglig statistik på en lägre ökningstakt i bankutlåningen till företag, men någon bred kreditstramning är svår att påvisa.

Enligt ALMI:s låneindikator⁴ för andra kvartalet förväntar sig bankerna att utlåningen till både företag och hushåll kommer att fortsätta att öka framöver. Indikatorn visar också att majoriteten av bankerna uppger oförändrade eller ytterligare något stramare lånevillkor jämfört med det första kvartalet. Konjunkturinstitutets barometer om kredit- och finansieringsvillkor och Riksbankens företagsundersökning tyder på att företagens möjligheter att finansiera sig har förbättrats något de senaste månaderna, även om möjligheterna till finansiering förefaller vara sämre än innan krisen bröt ut.

■ ■ Stor utlåning till de svenska bankerna men avtagande tillväxt i penningmängd och monetär bas

Riksbanken har sedan hösten 2008 vidtagit ett antal åtgärder för att värna om den finansiella stabiliteten och för att stödja bankernas kreditgivning. Riksbanken har lånat ut såväl svenska kronor som amerikanska dollar till de svenska bankerna, i samtliga fall mot säkerhet och till räntor som bestämts via auktionsförfaranden. Som ett resultat av denna ökade utlåning har Riksbankens balansräkning expanderat kraftigt. Från början av september 2008 till slutet av året ökade balansomslutningen från knappt 200 miljarder kronor till 700 miljarder kronor (se diagram 53). Under 2009 har balansräkningens omfång minskat något, men den är fortfarande mycket stor i ett historiskt perspektiv.

Från och med april 2009 definieras den monetära basen i Sverige som utestående sedlar och mynt, penningpolitiska motparters inlåning i Riksbanken samt fordringar på Riksbanken till följd av emitterade riksbankscertifikat. Denna definition är i enlighet med IMF:s rekommendationer och används även av ECB. Under hösten 2008 ökade Riksbankens monetära bas markant i takt med att Riksbanken lånade ut allt större summor till de svenska bankerna (se diagram 54). Under 2009 har den monetära basen däremot minskat något, men är fortfarande mer än dubbelt så stor som vid samma tidpunkt förra året.

Ökningstakten i penningmängdsmåttet M2 har avtagit under 2009 och uppgick till knappt 9 procent i maj. Tillväxttakten i det bredaste penningmängdsaggregatet, M3, har fortsatt att sjunka under året. Den avtagande tillväxttakten beror bland annat på att allmänheten har minskat sitt innehav av värdepapper med kort löptid som ingår i M3. Under maj månad tilltog dock ökningstakten i M3 något (se diagram 55).

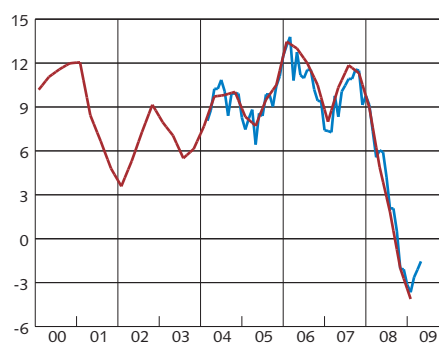
Diagram 50. Bospread
Räntepunkter



Anm. Avser skillnaden mellan bostadsobligations- och statsobligationsräntor, 5 års löptid.

Källa: Riksbanken

Diagram 51. Bostadspriser
Årlig procentuell förändring

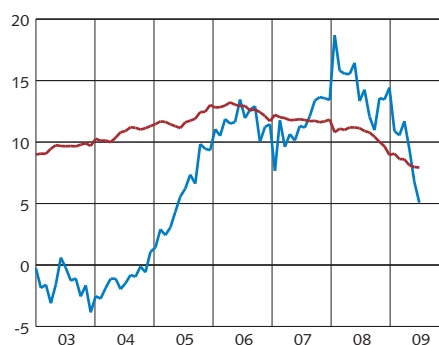


— Småhuspriser
— K/T-tal (Småhusbarometern)

Anm. Kvartalsvisa observationer av småhuspriser enligt fastighetsprisindex samt månadsvisa observationer av medelvärdet för köpeskillingskoefficienten (köpeskilling/taxeringsvärdet).

Källa: SCB

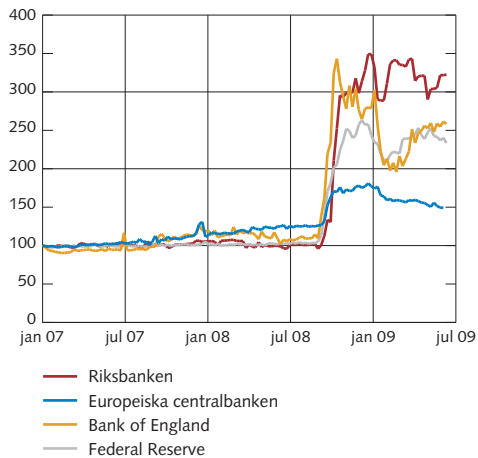
Diagram 52. Hushållens och icke-finansiella företags totala upplåning från kreditinstitut
Årlig procentuell förändring



— Utlåning, hushåll
— Utlåning, företag

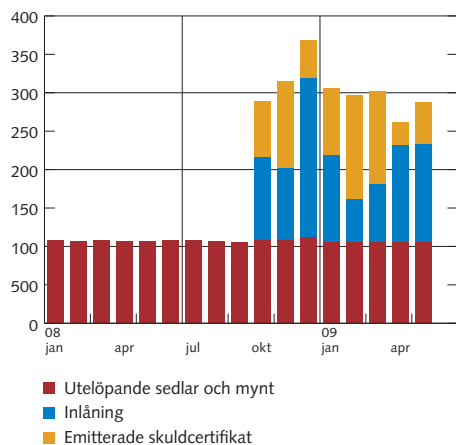
Källor: SCB och Riksbanken

⁴ Sedan september 2004 genomför ALMI Företagspartner en kvartalsvis undersökning som heter "Låneindikatorn". Under perioden 3-9 juni genomfördes telefonintervjuer med 150 slumpmässigt utvalda bankkontorschefer i Sverige. Resultatet presenterades av ALMI den 26 juni.

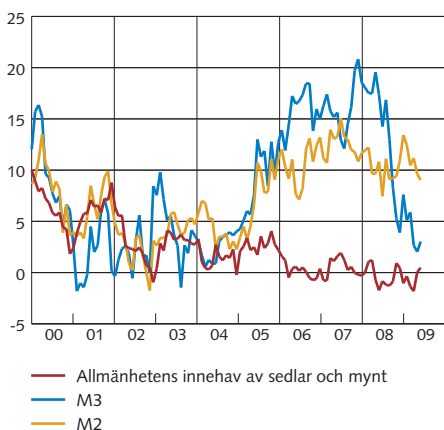
Diagram 53. Centralbankernas balansomslutningar
Index, januari 2007 = 100

Anm. Veckodata till och med vecka 25.

Källor: Respektive centralbank

Diagram 54. Monetär bas
Miljarder kronor

Källa: Riksbanken

Diagram 55. Penningmängd
Årlig procentuell förändring

Källor: SCB och Riksbanken

■ Kronan är fortsatt svag, men har förstärkts under våren

Sedan den finansiella krisen fördjupades i september 2008 har den svenska kronan försvagats kraftigt, samtidigt som volatiliteten på valutamarknaden varit stor (se diagram 56). Den fördjupade finanskrisen och den globala konjunkturedgången under hösten har lett till en flykt från mindre till större valutor som anses vara säkrare och mer likvida.

I början av 2009 var kronan i handelsvägda termer ungefär 17 procent svagare jämfört med ett halvår tidigare. Som mest uppgick TCW-index till över 156 i början av mars (högre index betyder svagare krona). Därefter har kronan stärkts knappt 6 procent (se diagram 10). De dagliga fluktuationerna har emellanåt varit mycket stora. Exempelvis tenderar kronan att försvagas märkbart vid negativa nyheter om den ekonomiska utvecklingen i Baltikum. Växelkursen var under det andra kvartalet 2009 i genomsnitt knappt 1 procent starkare än prognosen som gjordes i april.

■ Ränteskillnaderna mellan europeiska statsobligationsräntor har minskat något

Under hösten 2008 tog sig osäkerheten på den europeiska finansmarknaden ytterligare uttryck genom att skillnaderna mellan obligationsräntor på olika euroländers statsobligationer ökade. Ränteskillnaden mellan till exempel tyska och grekiska statsobligationer med tio års återstående löptid var relativt stabil fram till början av 2008 och uppgick till som mest drygt 0,3 procentenheter (se diagram 57). I början av februari 2009 hade skillnaden ökat till nära 3 procentenheter. Sedan i mitten av mars har ränteskillnaderna avtagit, men befinner sig även fortsättningsvis på ovanligt höga nivåer.

Att statsobligationsräntor i vissa länder inom euroområdet är högre än andra har kopplats till oro för att de statliga budgetunderskotten ska öka framöver. De minskade skillnaderna sedan i vintras är ett tecken på att oron har avtagit något. Skillnaden mellan räntan på den svenska och den tyska tioårsobligationen har dock inte förändrats lika mycket under 2009.

Sammanfattningsvis tyder utvecklingen på de finansiella marknaderna på att en viss stabilisering har skett och på förväntningar om en vändning i världsekonomin. Osäkerheten är dock fortsatt stor.

■ ■ Viss stabilisering av världshandeln

Under våren har det kommit tecken på att det kraftiga fallet i världshandeln har upphört och att en viss stabilisering har skett även i detta avseende. Den samlade export- och importvolymen i världen föll kraftigt i slutet av 2008 (se diagram 58). Världshandeln har fortsatt att falla i år men i betydligt långsammare takt. Ett annat positivt tecken är att internationella priser på fartygsfrakter har stigit kraftigt de senaste månaderna (se diagram 59). Statistik över utrikeshandeln från länder både i Asien och i euroområdet tyder också på att nedgången i exporten har mattats av (se diagram 60).

■ ■ Tecken på förbättring i Asien

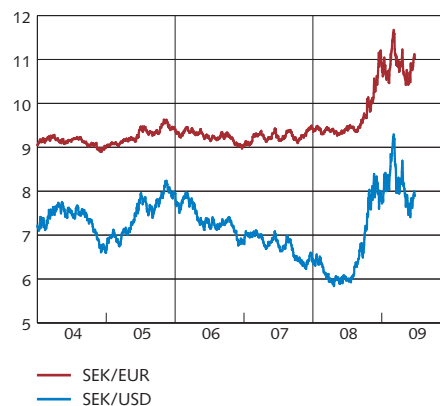
Det finns tecken på att nedgången i Asiens tillväxtekonomier nådde sin botten under sista kvartalet 2008. Omfattande finanspolitiska satsningar har genomförts i flera länder och dessa verkar nu ge resultat, framförallt i Kina. Där har detaljhandelsförsäljningen och de fasta bruttoinvesteringarna ökat i snabbare takt under april och maj än under föregående månader. Ökningen av den kinesiska industriproduktionen var i maj den högsta sedan i oktober 2008. Inköpschefsindex föll något i maj jämfört med april, men ligger trots det på den näst högsta nivån sedan maj 2008.

I Kina, Sydkorea och Indien var BNP-tillväxten positiv och högre under första kvartalet 2009 än sista kvartalet 2008. Nedgången i industriproduktionen jämfört med inledningen av förra året har dämpats i flera av länderna (se diagram 61). Exporten till Kina från andra länder i regionen har också stigit. I Japan föll BNP kraftigt första kvartalet 2009. Minskningen var drygt 14 procent i uppräknad årstakt. Fallet berodde framförallt på att exporten och de privata investeringarna utvecklades svagt. Den senaste statistiken tyder dock på att fallet i exporten har avtagit.

■ ■ Indikationer på att fallet i den amerikanska ekonomin dämpats

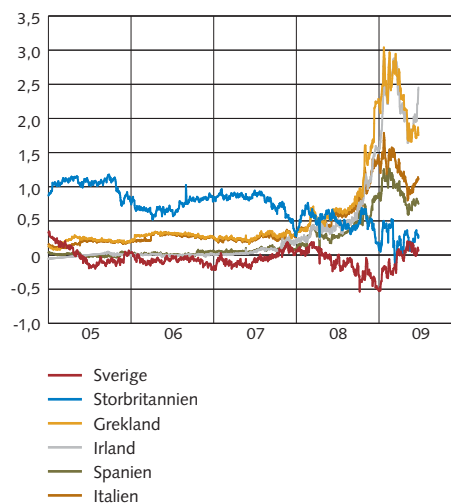
BNP-tillväxten mellan det fjärde kvartalet förra året och det första kvartalet i år blev -5,5 procent i uppräknad årstakt, vilket var i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april. Hushållens konsumtion steg efter två kvartal med stora fall. Investeringar, offentlig konsumtion och lager bidrog däremot till minskad efterfrågan. I april sjönk hushållens konsumtion trots att skattesänkningar och ökade transfereringar bidrog till att de disponibla inkomsterna steg betydligt (se diagram 62).

Diagram 56. Växelkurser
Kronor per euro respektive dollar



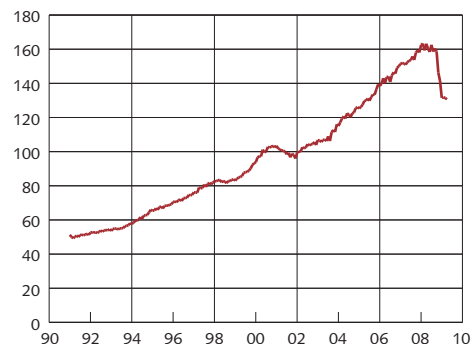
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 57. Skillnad i olika länders statsobligationsräntor jämfört med Tyskland
Procentenheter



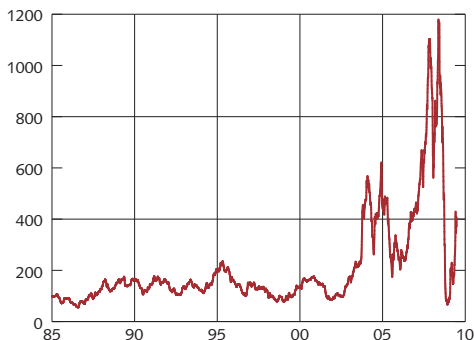
Anm. Statsobligationer med cirka 10 års återstående löptid.
Källa: Reuters EcoWin

Diagram 58. Världshandelns volym
World trade monitor index 2000 = 100,
säsongrensade data



Källa: Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis

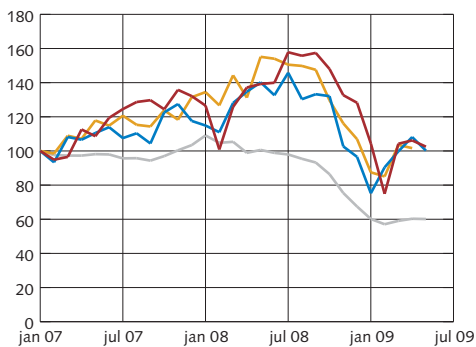
Diagram 59. Transportkostnadsindikator
Baltic Dry index, 1985 = 100



Anm. Baltic Dry Index mäter priset att transportera varor till sjöss.

Källa: Reuters EcoWin

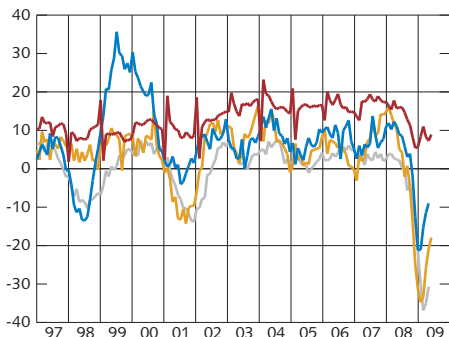
Diagram 60. Export i Asien
Index januari 2007 = 100, USD löpande priser



— Kina
— Sydkorea
— Taiwan
— Japan

Källor: Nationella källor

Diagram 61. Industriproduktion i Asien
Årlig procentuell förändring



— Kina
— Sydkorea
— Taiwan
— Japan

Källor: Nationella källor

Försäljningen av gamla bostäder steg både i april och i maj, medan försäljningen av nya bostäder varit relativt oförändrad de senaste månaderna. En viss stabilisering av försäljningen kan ha inträffat då nivån var ungefär densamma som i slutet av förra året. Antalet månader det tar att sälja både nya och gamla bostäder sjönk i maj, men det tar fortfarande längre tid än normalt. Enligt Case-Shiller index har bostadspriserna nu fallit med omkring 30 procent sedan toppen sommaren 2006.

Arbetsmarknaden har fortsatt att försvagas även om nedgången i sysselsättningen dämpades både i april och i maj. Jämfört med samma månad förra året var dock fallet stort (se diagram 62). Arbetslösheten har stigit och låg på drygt 9 procent i maj, vilket kan jämföras med 5 procent förra våren. Den stigande arbetslösheten har bidragit till att hushållens betalningsproblem har förvärrats. Det första kvartalet i år var andelen hushåll som har problem med att betala sina bostadslån den högsta som uppmäts sedan statistiken introducerades 1991. Andelen var nära 8 procent, vilket kan jämföras med omkring 1,5 procent innan nedgången på bostadsmarknaden inleddes. Antalet arbetade timmar i privat sektor (exklusive jordbruk) föll under första kvartalet med 9 procent i uppräknad årstakt och produktiviteten steg med 1,6 procent första kvartalet jämfört med föregående kvartal. Produktiviteten har därmed utvecklats starkare än under tidigare recessioner. Sammanfattningsvis pekar ett antal indikatorer på att fallet i den amerikanska ekonomin dämpats. Både konsumentförtroende och företagens förväntningar har förbättrats under våren (se diagram 63).

■ ■ Historiskt svagt första kvartal i euroområdet

Bedömningen i april var att det första kvartalet i år skulle uppvisa det kraftigaste fallet i BNP och att takten i nedgången därefter skulle bromsas upp. Utfallet första kvartalet blev i och för sig klart svagare än väntat, men i övrigt kvarstår bedömningen i stort av BNP-förloppet framöver. Företagen har nu anpassat sina lagernivåer till den svagare efterfrågan. Första kvartalets negativa lagerbidrag till BNP-tillväxten väntas upphöra under andra kvartalet. Framåtblickande indikatorer och även vissa publicerade statistikutfall tyder på en försiktig stabilisering av konjunkturläget under april och maj.

BNP i euroområdet föll med 9,7 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet i år. Jämfört med motsvarande kvartal 2008 minskade BNP med 4,8 procent (se diagram 64). Samtidigt har BNP-utfallen under andra halvåret 2008 reviderats ned. Företagen minskade sina lager kraftigt och det svarade för nära hälften av fallet i efterfrågan. Kraftigt fallande export och investeringar bidrog också till den djupa nedgången. Nedgången i konsumtionen har dämpats av stigande bilförsäljning och av att sysselsättningen hittills har hållits uppe relativt väl i euroområdet som helhet.

Det sammanvägda inköpschefsindexet steg i juni för fjärde månaden i rad. Störst uppgång har noterats för industrin de senaste

månaderna (se diagram 65). Uppgången dämpades något i juni jämfört med tidigare och i tjänstesektorn föll indexet tillbaka något. Även om indexen alltjämt befinner sig på en nivå som tyder på krympande produktion så talar utfallen för att den största BNP-nedgången passerats. Även EU-kommissionens barometer stödjer denna bild. Denna har också vänt upp även om uppgången inte har varit fullt lika stor som i inköpschefsindex. Den samlade konfidensindikatorn för euroländerna, ESI, fortsatte att stiga i maj jämfört med i april. Främst var det en tydlig förbättring av förtroendet inom detaljhandeln som bidrog till detta.

Den till synes förbättrade efterfrågan ledde till en viss stabilisering av industriproduktionen i mars, men nedgången fortsatte i april (se diagram 66). I Tyskland, som drabbats hårt av nedgången i den globala industrikonjunkturen, har det branta fallet i industrins orderingång upphört och en uppgång har skett under mars och april. Tidigare månaders kraftigt minskade orderingång väntas dock tynga industriproduktionen även de kommande månaderna. Enligt EU-kommissionens barometer har kapacitetsutnyttjandet fallit till omkring 70 procent, vilket är den lägsta nivå som uppmätts (se diagram 67).

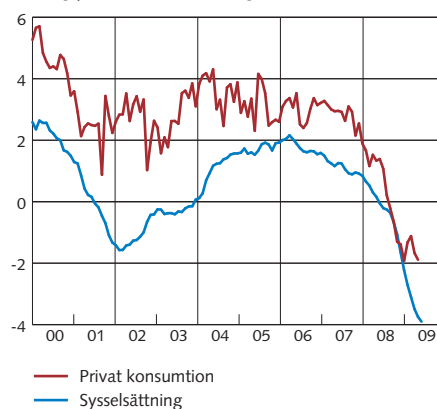
Detaljhandelns omsättning steg med 0,2 procent i april jämfört med i mars. Samma månad ökade bilförsäljningen med nära 4 procent. Bilförsäljningen har stimulerats av att flera länder, däribland Tyskland, infört en så kallad skrotningspremie till den som köper ny bil. Även för exporten syntes vissa tecken på stabilisering i mars. Exporten sjönk dock återigen i april.

Som ett resultat av den svaga ekonomiska utvecklingen har arbetslösheten i euroområdet fortsatt att stiga under våren och var i april 9,2 procent. Detta är den högsta uppmätta nivån sedan i september 1999. Spanien svarar för en stor del av uppgången och hade med sina 18,1 procent den högsta arbetslösheten bland euroländerna. När konjunkturen var på topp under 2007 var arbetslösheten som lägst nere på strax under 8 procent. Sysselsättningen i euroområdet sjönk med 0,8 procent första kvartalet jämfört med fjärde kvartalet 2008.

Bankutlåningen till den privata sektorn i euroområdet fortsatte att mattas av i april. Nu syns även en tydlig dämpning i utlåningen till företag. Den årliga ökningstakten i utlåningen till företag sjönk till strax över 5 procent. Utlåningen till hushållen har sjunkit under en längre tid och i april var utlåningen i princip oförändrad jämfört med motsvarande period föregående år.

ECB:s undersökning ("Bank lending survey") från april visar att bankerna fortsatte strama åt lånevillkoren för företag och hushåll under det första kvartalet i år. Förklaringen var främst försämrade konjunkturutsikter. Andelen banker som uppgav att de stramat åt lånevillkoren föll dock jämfört med föregående kvartal. Undersökningen pekar på att bankerna förväntade sig att strama åt lånevillkoren även under det andra kvartalet i år men i mindre utsträckning än under det första kvartalet.

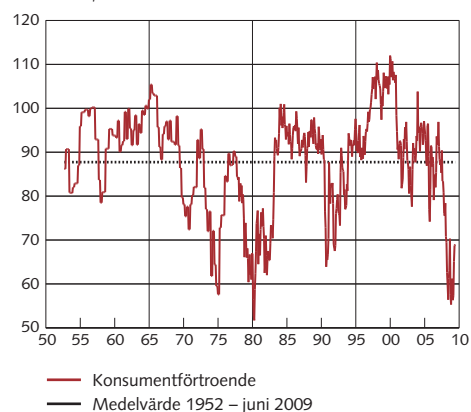
Diagram 62. Sysselsättning och privat konsumtion i USA
Årlig procentuell förändring



Anm. Sysselsättning enligt arbetsgivarenkät (non-farm payrolls).

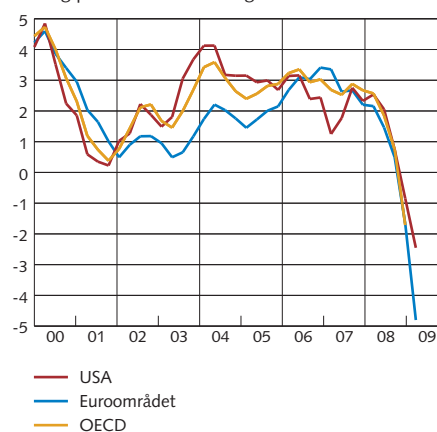
Källor: Bureau of Labor Statistics och US Department of Commerce

Diagram 63. Konsumentförtroende i USA
(University of Michigan Consumer Sentiment Index, december 1964 = 100)



Källa: University of Michigan

Diagram 64. BNP
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Economic Analysis, Eurostat och OECD

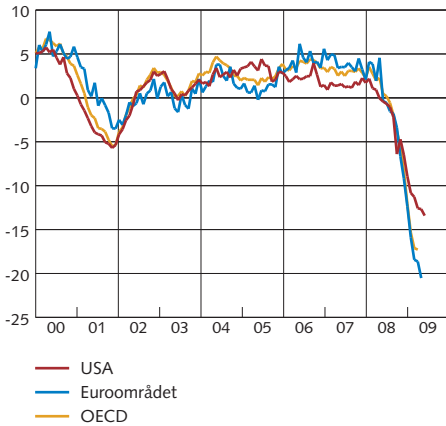
Diagram 65. Inköpschefsindex i euroområdet
Index, säsongrensade data



Anm. Index över 50 betyder tillväxt och under 50 innebär nedgång.

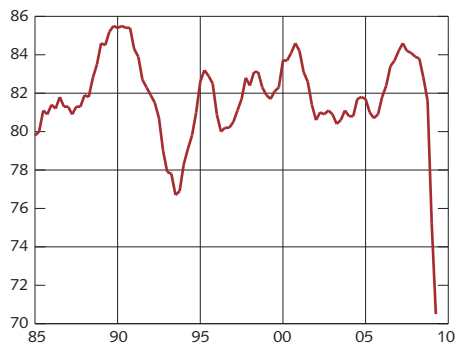
Källa: Markit Economics

Diagram 66. Industriproduktion
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, Federal Reserve och OECD

Diagram 67. Kapacitetsutnyttjandet inom industrin i euroområdet
Procent



Källa: EU-kommissionen

■ ■ Blandade signaler i övriga Europa

I Storbritannien föll BNP med drygt 7 procent uppräknat till årstakt det första kvartalet 2009. Det var ett större fall än under det fjärde kvartalet förra året. Förtroendeindikatorer visar dock att såväl företag som hushåll blivit mer optimistiska de senaste månaderna. Exempelvis steg inköpschefsindex för industrin till 45,3 i maj (se diagram 68). Industriproduktionen steg också något i april jämfört med mars. Det var den första ökningen sedan februari 2008. Det finns dessutom vissa positiva tecken vad gäller hushållens situation. Detaljhandelsförsäljningen steg under våren, men föll tillbaka något i maj jämfört med föregående månad. Huspriserna har stabiliserats och stigit något den senaste tiden.

I Norge föll BNP med nära 2 procent i uppräknad årstakt det första kvartalet 2009. Den norska ekonomin har utvecklats starkare än i de flesta andra industriländer de senaste kvartalen. En förklaring är att den ekonomiska aktiviteten inom sektorer kopplade till produktion av olja och naturgas varit relativt god. Detta har avspeglats i såväl industriproduktion som detaljhandelsförsäljning som endast är något lägre än för ett år sedan. Sysselsättningen har dämpats något de senaste månaderna, men är ändå högre än för ett år sedan. Arbetslösheten var 2,6 procent i maj vilket är en historiskt sett låg nivå.

Danmarks BNP föll med drygt 7 procent i uppräknad årstakt det fjärde kvartalet förra året. I likhet med i de flesta andra länder har såväl företagen som hushållen blivit något mer optimistiska om framtiden den senaste tiden. Annan statistik tyder däremot på en fortsatt svag utveckling. Såväl industriproduktion som detaljhandelsförsäljning har fallit kraftigt det senaste året även om industriproduktionen steg i april. Exporten steg något i mars men är betydligt lägre än för ett år sedan. Arbetslösheten är fortfarande relativt låg, men har stigit snabbt och uppgick i april till 3,3 procent.

Många av ekonomierna i Östeuropa uppvisade mycket kraftiga fall i BNP det första kvartalet. Även industriproduktion och export har utvecklats mycket svagt under våren. I Ryssland föll BNP med 9,5 procent första kvartalet 2009 jämfört med samma period föregående år. Industriproduktionen steg med 8,1 procent i april jämfört med föregående månad. Exporten sjönk däremot med mer än 46 procent i april jämfört med samma period ett år tidigare. I alla de tre baltiska länderna föll BNP det första kvartalet med mer än 10 procent jämfört med samma period föregående år. Fallet var störst i Lettland där BNP föll med 18 procent vilket till största del berodde på en kraftigt försvagad inhemsk efterfrågan. Polen var ett av få länder i Östeuropa där BNP steg under det första kvartalet jämfört med föregående kvartal. Efter uppgångar under de tre föregående månaderna föll dock industriproduktionen i maj jämfört med april.

■ ■ Råvarupriserna har åter börjat stiga...

Oljepriserna har under de senaste tolv månaderna fallit kraftigt men har nu åter börjat stiga. Oljepriset uppgick till knappt 60 dollar per fat i maj vilket var en ökning med nära 15 procent jämfört med föregående månad. Jämfört med samma period förra året har dock oljepriserna fallit med cirka 45 procent (se diagram 8). Terminspriserna på olja har stigit sedan i april och ligger nu knappt 20 procent högre i genomsnitt under prognosperioden (se diagram 8). Priset på råvaror (metaller, livsmedel och övriga jordbruksvaror) har också stigit under de senaste månaderna (se diagram 69). Prisuppgången på råvaror kan vara en följd av att det finns tecken på att konjunkturen förbättras.

■ ■ ...men inflationen i omvärlden har fortsatt att falla

I USA har inflationstakten fallit sedan slutet av 2008 och var -1,3 procent i maj (se diagram 70). Den så kallade underliggande KPI-inflationen, rensad från energi och livsmedel, var dock i maj 1,8 procent (se diagram 71). HIKP-inflationen i euroområdet föll till 0,0 procent i maj (se diagram 70). Detta var en nedgång jämfört med i april då inflationstakten var 0,6 procent. HIKP-inflationen exklusive energi, livsmedel, alkohol och tobak har också fallit tillbaka, men inte lika mycket, och uppgick till 1,5 procent i maj (se diagram 71).

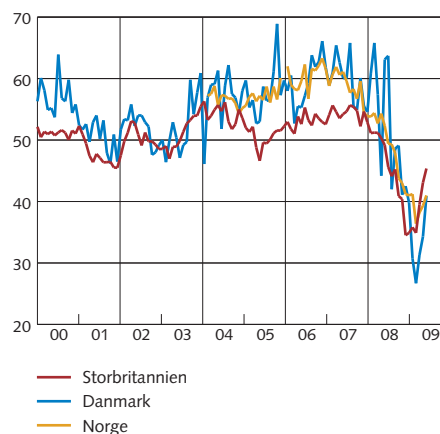
Inflationen i Storbritannien har fallit de senaste månaderna och uppgick till 2,2 procent i maj. I Norge har inflationen varit stabil sedan slutet av förra året men steg något till 3,0 procent i maj. Inflationen i Danmark har fallit från strax under 5 procent i mitten av förra året till 1,3 procent i maj. Även i Asien har inflationen dämpats under våren. Kina uppvisade en inflationstakt på -1,4 procent i maj. I Indien föll inflationen avsevärt under våren och uppgick till 0,5 procent i maj. I Japan var inflationen svagt negativ i april.

Sammanfattningsvis har inflationen fallit ytterligare i omvärlden de senaste månaderna. Det är främst lägre energipriser jämfört med samma period föregående år som förklarar nedgången. Inflationen rensat för energi och livsmedel har däremot stabiliserats eller stigit svagt i många länder. Utfallen för inflationen i omvärlden är i linje med prognosen i den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ ■ Fallet i svensk BNP dämpas

BNP i Sverige föll med knappt 4 procent i uppräknad årstakt (säsongrensad) det första kvartalet 2009. I samband med publiceringen av nationalräkenskaperna för första kvartalet ändrade SCB metod för säsongrensning. Det ledde till att tidigare utfall reviderades (se diagram 13).⁵ Metodförändringen gjorde att fallet i BNP under det fjärde kvartalet 2008 nu är betydligt större än vad som rapporterades i den första publiceringen från februari. Utvecklingen tidigare under 2008 reviderades upp något. Nivån på BNP första kvartalet var lägre än i Riksbankens senaste prognos vilket leder till att BNP för helåret 2009

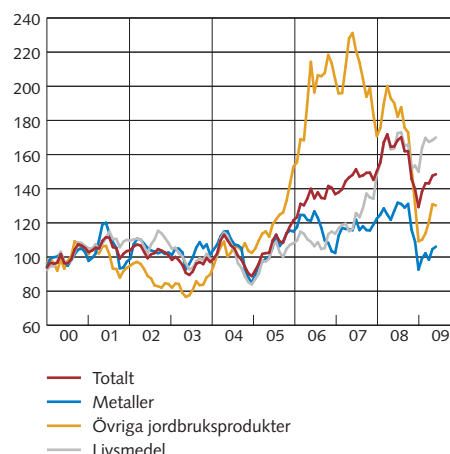
Diagram 68. Inköpschefsindex för industrin i Storbritannien, Norge och Danmark
Index, säsongrensade data



Anm. Index över 50 betyder tillväxt och under 50 innebär nedgång.

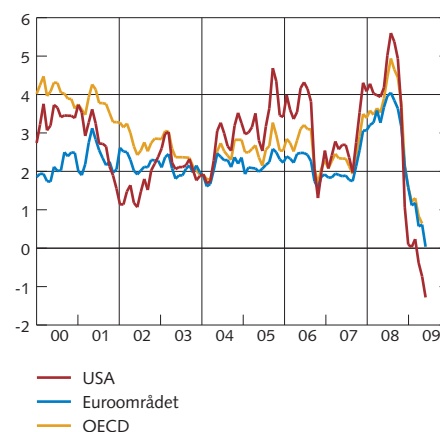
Källor: DILF, Markit Economics och NIMA

Diagram 69. Råvarupriser
USD, Index 2000=100



Källa: The Economist

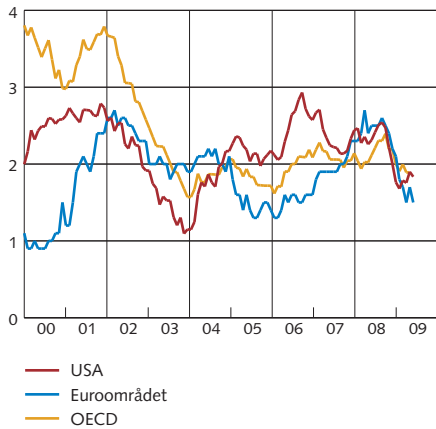
Diagram 70. Konsumentpriser
Årlig procentuell förändring



Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

⁵ För ytterligare information, se SCB:s webbplats http://www.scb.se/Pages/Standard____273778.aspx

Diagram 71. Konsumentpriser exklusive energi och livsmedel
Årlig procentuell förändring



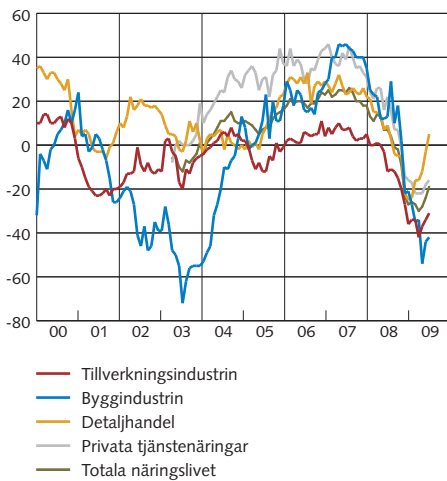
Källor: Bureau of Labor Statistics, Eurostat och OECD

Diagram 72. Barometerindikator
Index, medelvärde = 100



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 73. Konfidensindikatorer för näringslivet
Nettotal, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

nu väntas falla mer än prognostiserat i den penningpolitiska uppföljningen i april (se tabell A6).

Under de senaste månaderna har flera indikatorer vänt upp något från historiska bottenivåer. Konjunkturinstitutets barometerindikator som sammanfattar företagets och hushållens syn på svensk ekonomi steg i maj och juni (se diagram 72). Konfidensindikatorerna i näringslivet tyder också på en viss återhämtning (se diagram 73). Även inköpschefsindex har stigit under flera månader (se diagram 74). Fortfarande är dock nivåerna på de flesta indikatorer långt under vad som kan betecknas som normalt.

Riksbankens företagsintervjuer under maj bekräftar i stort bilden som övriga indikatorer gett. Företagen uppger att läget förbättrats något jämfört med den situation som rådde under vintern. En majoritet av företagen anser nu att konjunkturläget för det egna företaget inte kommer att försämrats mer, vilket inte var fallet i undersökningen inför den penningpolitiska rapporten i februari. Det finns dock en fortsatt oro hos företag för att svårigheter med finansieringen kan komma att hämma både företagets egna investeringar och en kommande konjunkturuppgång i hela ekonomin.⁶

Sammantaget har indikatorerna på BNP-utvecklingen under det andra kvartalet kommit in ungefär som förväntat. BNP väntas falla med drygt 1 procent under detta kvartal i uppräknad årstakt (se diagram 13). Det tredje kvartalet 2009 väntas BNP falla med knappt 0,5 procent i uppräknad årstakt, vilket innebär en marginell upprevidering jämfört med bedömningen i april. Framst är det framåtblickande indikatorer, exempelvis ordergång och tecken på att utvecklingen i omvärlden går mot en vändning som talar för att fallet i svensk BNP dämpas.

■ ■ Viss återhämtning i hushållens konsumtion

Hushållens konsumtion föll med 3 procent första kvartalet 2009 jämfört med motsvarande period 2008 (se diagram 75). Liksom under de senaste kvartalen var det hushållens utgifter för fordon och transporter som föll mest. Utfallen för detaljhandelsomsättning under de senaste månaderna indikerar en viss återhämtning för konsumtionen. I april ökade konsumtionen av detaljhandelsvaror med nära 4 procent (ej kalenderkorrigerat). Den konjunkturkänsliga bilförsäljningen har dock fortsatt att utvecklas svagt de senaste månaderna.

Flera faktorer har bidragit till den svaga utvecklingen av konsumtionen. Bland annat har läget på arbetsmarknaden försämrats. Detta tillsammans med en allmän osäkerhet om den ekonomiska utvecklingen leder till att hushållen sparar en allt större del av sina inkomster. Hushållen sparade i genomsnitt drygt 7 procent av sina disponibla inkomster under de senaste fyra kvartalen, vilket är högt i ett historiskt perspektiv.⁷ Senast sparandet låg på liknande nivåer var efter den ekonomiska krisen i början av 1990-talet (se diagram 76).

⁶ Se även fördjupningen "Riksbankens företagsintervjuer i maj 2009" i denna rapport.

⁷ Sparkvoten är beräknad exklusive kollektivt pensionssparande. Under det första kvartalet 2009 var hushållens sparkvot inklusive pensionssparande cirka 16 procent.

I Konjunkturinstitutets hushållsbarometer framgår att hushållen är fortsatt pessimistiska både om den ekonomiska utvecklingen för Sverige som helhet och om den egna ekonomin, även om en viss uppgång i förväntningarna har skett under de senaste månaderna. Hushållens förtroendeindikator, CCI, har stigit under de senaste månaderna men ligger fortfarande på en mycket låg nivå (se diagram 77). Sammantaget antyder indikatorer och utfall dock på att konsumtionsutvecklingen under det andra och det tredje kvartalet blir något starkare än vad som prognostiserades i april.

■ ■ Fortsatt stigande offentlig konsumtion

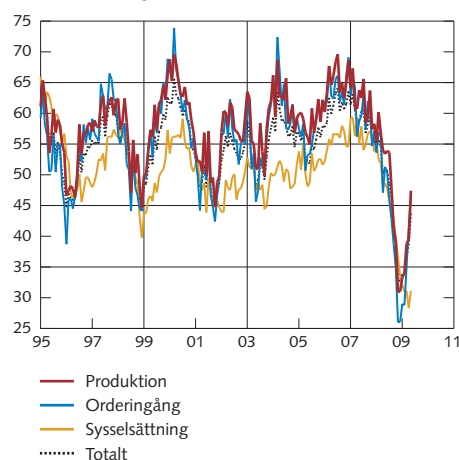
Den offentliga konsumtionen ökade med 1,5 procent 2008 och ökningen fortsatte under första kvartalet 2009 (se diagram 78). Ökningen under första kvartalet berodde främst på en bolagisering av delar av Vägverket, vilket förde med sig vissa engångskostnader. Trenden att en allt större del av de kommunala tjänsterna produceras i privat sektor fortsätter, men det påverkar inte nivån på den offentliga konsumtionen. Produktionen och sysselsättningen i offentlig sektor minskar däremot som följd av detta samtidigt som den privata tjänsteproduktionen och sysselsättningen hålls uppe. Det starka utfallet för det första kvartalet medför att prognosen för helåret revideras upp jämfört med den penningpolitiska uppföljningen i april.

■ ■ Investeringarna faller kraftigt

De totala investeringarna föll med drygt 14 procent det första kvartalet 2009 jämfört med samma period föregående år. Bostadsinvesteringarna som svarar för knappt 20 procent av de totala investeringarna har fallit under det senaste året och fallet fortsatte det första kvartalet (se diagram 79). Antalet påbörjade lägenheter minskade det första kvartalet med över 40 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Det beror troligen på att efterfrågan på framförallt nya bostadsrätter fallit samtidigt som byggföretagen har svårare att finansiera nya projekt, vilket stöds av Riksbankens företagsintervjuer.

Även näringslivets investeringar föll kraftigt det första kvartalet. Tidigare har utvecklingen för exempelvis leasing av maskiner varit relativt gynnsam, vilket kan hänga ihop med att många företag inte velat göra stora maskininvesteringar. Det svaga efterfrågeläget och låga kapacitetsutnyttjandet kan ha bidragit till att företag nu avslutar sina leasingkontrakt, vilket får direkta effekter på näringslivets investeringar. Under det första kvartalet utvecklades däremot de offentliga investeringarna starkt och ökade med drygt 6 procent jämfört med samma period föregående år. Det berodde främst på att kommuner och landsting gjort stora investeringar i bland annat skolor och infrastruktur, exempelvis Citybanan i Stockholm.

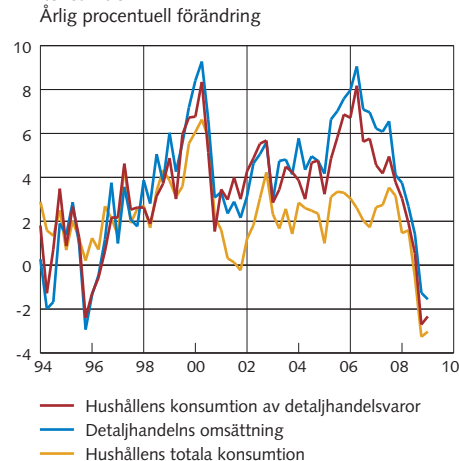
Diagram 74. Inköpschefsindex för industrin
Index, säsongrensade data



Anm. Index över 50 betyder tillväxt och under 50 innebär nedgång.

Källa: Swedbank

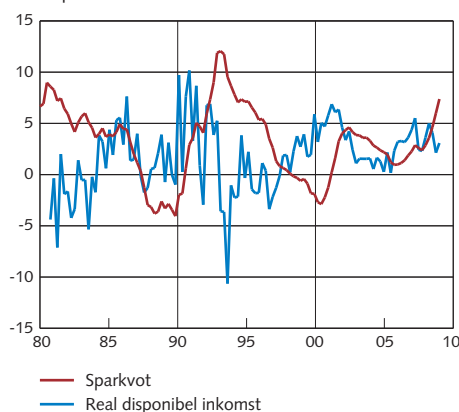
Diagram 75. Detaljhandelsomsättning och hushållens konsumtion
Årlig procentuell förändring



Anm. Ej kalenderkorrigerade värden.

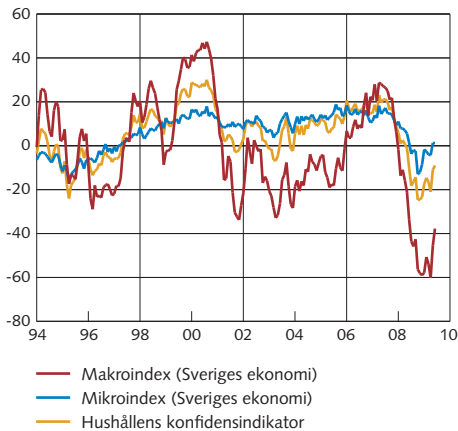
Källa: SCB

Diagram 76. Disponibel inkomst och sparande
Årlig procentuell förändring, respektive procent av
disponibel inkomst

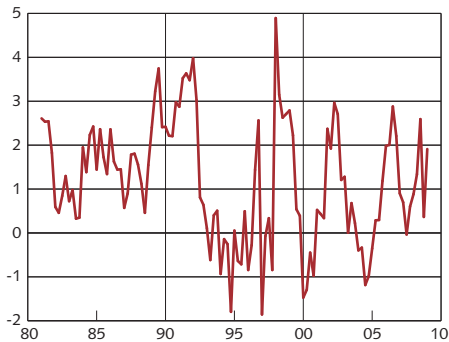


Anm. Sparkvoten omfattar inte kollektivt pensionssparande och är beräknad som fyra kvartals glidande medelvärde.

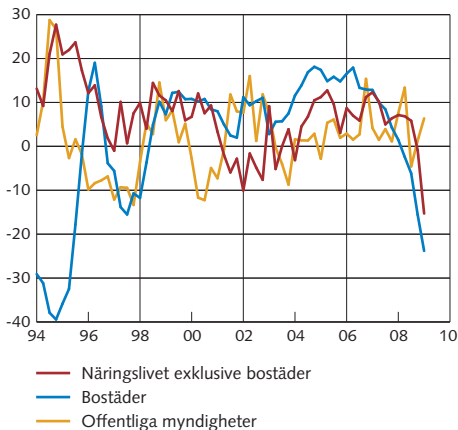
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 77. Konfidensindikatorer för hushåll
Nettotal

Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 78. Offentlig konsumtion
Årlig procentuell förändring

Källa: SCB

Diagram 79. Fasta bruttoinvesteringar
Årlig procentuell förändring

Källa: SCB

SCB:s investeringsenkät över näringslivets planerade investeringar för 2009 som publicerades i slutet av maj tillsammans med information från Riksbankens företagsintervjuer, tyder på en fortsatt dyster utveckling av de totala investeringarna under resten av 2009. De totala investeringarna väntas falla under både det andra och tredje kvartalet 2009. Jämfört med prognosen i april har prognosen för det tredje kvartalet justerats ned något.

■ ■ Fallet i export och import dämpas framöver

Det branta fall som noterats i månatlig statistik över utrikeshandeln med varor under våren 2009 bekräftades i nationalräkenskaperna för det första kvartalet. Den totala exporten föll med drygt 15 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Varuexporten föll med över 20 procent. En stor andel av Sveriges varuexport består av insats- och investeringsvaror, exempelvis maskiner och motorfordon, där efterfrågan fallit brant på grund av att större delen av världen samtidigt drabbats av ekonomisk tillbakagång.

Liksom exporten föll den totala importen kraftigt under det första kvartalet. Varuimporten föll snabbare än tjänsteimporten, vilket hänger samman med att varuimporten drabbats hårt av minskade investeringar. Det stora fallet i exporten påverkar också importen då många exportprodukter innehåller varor som först importerats till Sverige för att sedan exporteras i förädlad form.

Utvecklingen under andra kvartalet väntas bli fortsatt svag. Både export och import faller ytterligare, men inte lika snabbt som under första kvartalet. Bilden stöds av statistik för utrikeshandeln med varor till och med maj (se diagram 80). Ordergången från exportmarknaden har under de senaste månaderna återhämtat sig något från de historiskt låga nivåerna som rådde i början av året (se diagram 81).

Det faktum att den svenska kronan varit fortsatt svag under våren kan tala för att svenska producenter har en viss fördel gentemot konkurrenter i andra länder. I Riksbankens företagsintervjuer bekräftar vissa företag att produktion nu snarare läggs i Sverige än i länder inom euroområdet och att konkurrenskraften stärkts. Samtidigt tycks den allmänna uppfattningen i dessa intervjuer vara att en mer stabil växelkurs vore att föredra eftersom det skulle ge bättre förutsättningar för planering på längre sikt.

Riksbankens prognos för export och import för det andra kvartalet 2009 har reviderats ned något jämfört med prognosen i april. Revideringen är dock marginell jämfört med vad som skedde under slutet av föregående år och den tidiga våren. Exportprognosen för det tredje kvartalet är oförändrad, medan importen väntas falla något mer än tidigare väntat, främst på grund av att investeringarna utvecklas svagare.

■ ■ Läget på arbetsmarknaden fortsätter att försvagas

Nedgången i antalet sysselsatta som inleddes under tredje kvartalet 2008 har fortsatt (se diagram 82). I maj minskade antalet sysselsatta enligt AKU med 107 000 personer jämfört med samma period förra året. Samtidigt ökade antalet personer i arbetskraften med 50 000 personer vilket innebär att antalet arbetslösa ökade med 157 000 personer (se diagram 82). Utbudet av arbetskraft har utvecklats starkare än väntat vilket har föranlett en upprevidering av arbetskraftsprognosen.

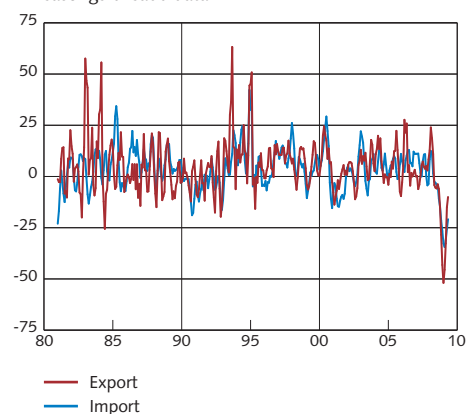
Den offentliga sektorns sysselsättning har minskat sedan mitten av 2007, delvis på grund av att kommunerna i allt högre grad köper in tjänster eller hyr in tillfällig personal. Detta har också bidragit till att de privata tjänstebanschernas sysselsättning hållits uppe. Fallet i näringslivets sysselsättning de senaste kvartalen förklaras nästan uteslutande av att industrin kraftigt skurit ned på antalet anställda.

Indikatorerna för arbetsmarknaden visar på en snabb försvagning. Konkurrensen om jobben hårdnar i takt med att antalet ny-anmälda lediga platser minskar. Det senaste året har antalet lediga platser halverats samtidigt som Arbetsförmedlingens uppföljning av höstens lagda varsel nu visar att allt fler blir arbetslösa. De senaste månaderna har antalet personer som varslats om uppsägning visserligen minskat, men varslen ligger fortfarande på historiskt höga nivåer (se diagram 83). I maj varslades nästan 9 000 personer om uppsägning och de tre första veckorna i juni ungefär 7 500 personer, vilket innebär att nästan 143 500 personer varslats sedan september i fjol.

Även SCB:s konjunkturstatistik över vakanser visar att näringslivets rekryteringar har minskat snabbt det senaste året. Enligt Konjunkturbarometern är andelen företag med brist på arbetskraft nu mycket låg (se diagram 84). Näringslivets förväntningar om sysselsättningen i framtiden är också fortsatt mycket pessimistiska, även om konfidensindikatorn i juni var något mindre negativ. Sysselsättningen i näringslivet har minskat och företagens planer för de närmaste månaderna tyder på fortsatta nedskärningar av personal, om än i avtagande takt (se diagram 85).

Det svaga BNP-utfallet för det första kvartalet beräknas påverka arbetade timmar med viss eftersläpning. Samtidigt har arbetade timmar de senaste månaderna utvecklats svagare än förväntat. Sammantaget indikerar detta ett kraftigare fall i arbetade timmar under 2009 än vad som bedömdes i den penningpolitiska uppföljningen i april. Med fallande efterfrågan på arbetskraft och överenskommelser mellan parterna på arbetsmarknaden om arbetstidsförkortningar bedöms också medelarbetstiden falla.

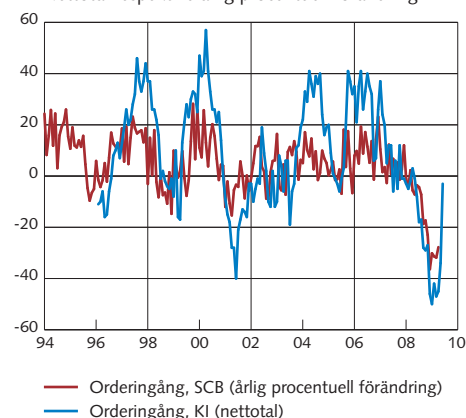
Diagram 80. Utrikeshandel med varor i fasta priser
Tre månaders förändring i procent uppräknat till årstakt, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Fasta priser beräknat av Riksbanken.

Källor: SCB och Riksbanken

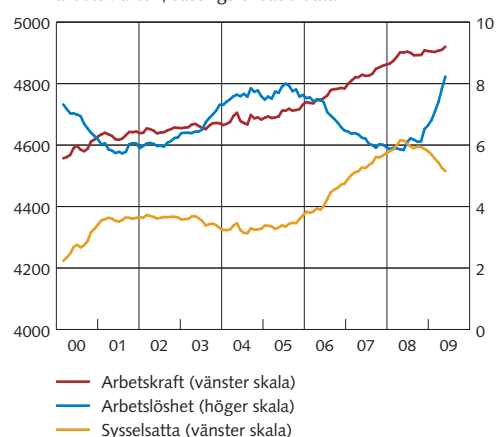
Diagram 81. Exportordergång
Nettotal respektive årlig procentuell förändring



Anm. Data före år 2000 är länkade av Riksbanken.

Källor: Konjunkturinstitutet, SCB och Riksbanken

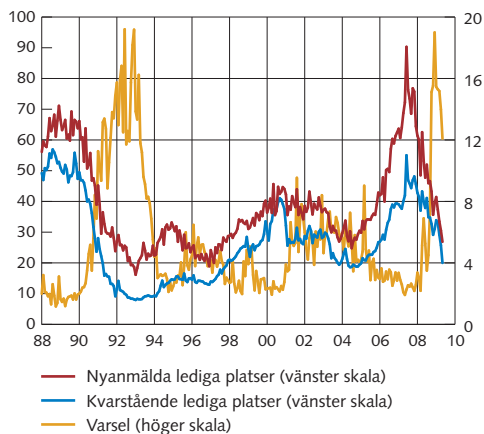
Diagram 82. Sysselsatta, arbetskraft och arbetslöshet
1000-tals personer, 15-74 år respektive procent av arbetskraften, säsongrensade data



Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Data före april 2005 är länkade av Riksbanken.

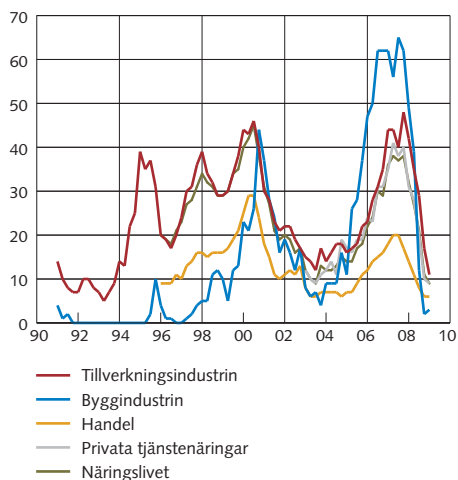
Källor: SCB och Riksbanken

Diagram 83. Nyanmälda och kvarstående lediga platser samt varsel
1000-tal, säsongrensade data



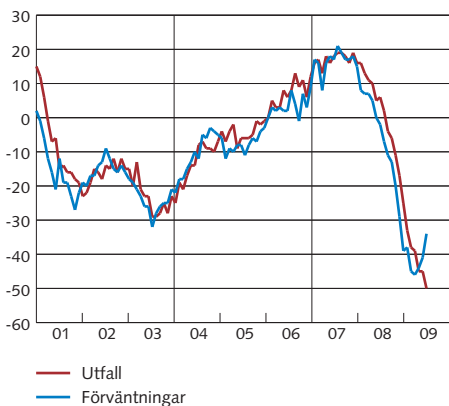
Källor: Arbetsförmedlingen och Riksbanken

Diagram 84. Andel företag med brist på arbetskraft
Procent, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

Diagram 85. Anställda i näringslivet, förväntningar och utfall
Nettotal, säsongrensade data



Källa: Konjunkturinstitutet

■ ■ Fortsatt svag arbetsproduktivitet

Arbetsproduktiviteten i den svenska ekonomin har nu fallit i mer än två år, vilket är en ovanligt lång period (se diagram 20). Det är dock normalt i en konjunkturedgång att tillväxten i arbetsproduktiviteten avtar eftersom företagens anpassning av arbetsstyrkan och arbetade timmar sker senare än anpassningen av produktionen. Att utfallet för första kvartalet skulle bli svagt var därför väntat. Produktiviteten föll med över 5 procent jämfört med motsvarande kvartal föregående år. Detta var 1 procentenhet mer än prognostiserat i april.

När konjunkturedgången fortsätter är det sannolikt att arbetsproduktiviteten återhämtar sig i takt med att företagen minskar sin arbetskraft. Detta innebär också allt större negativa effekter på arbetsmarknaden med fallande sysselsättning och stigande arbetslöshet. För de närmaste kvartalen är tillväxttakten i produktiviteten uppreviderad till följd av att prognosen för arbetade timmar har reviderats ned.

■ ■ Resursutnyttjandet är lågt

Det finns inte något enkelt sätt att mäta resursutnyttjandet i ekonomin. Riksbanken studerar en rad olika indikatorer och använder även flera statistiska metoder för att bedöma resursutnyttjandet. Den sammantagna bilden är att resursutnyttjandet har fallit snabbt och är mycket lågt.

Det snabba produktionsfall som har inträffat under hösten och vintern har inneburit att företagen står med stor outnyttjad kapacitet. Inom industrin har kapacitetsutnyttjande fallit till historiskt låga nivåer (se diagram 86). Även efterfrågan på arbetskraft har fallit snabbt och det är få företag som uppger att de har brist på arbetskraft (se diagram 84).

Resursutnyttjandet på arbetsmarknaden som helhet faller också snabbt, vilket den snabbt stigande arbetslösheten och fallande sysselsättningsgraden är tydliga indikationer på. Man kan också använda flera statistiska mått för att uppskatta resursutnyttjandet i ekonomin. I diagram 21 visas uppskattningar av BNP:s, arbetade timmars och sysselsättningens avvikelse från sina respektive trender, här framtagna med så kallade HP-filter. Storleken på dessa gap påverkas av vilken metod man använder och ska därför tolkas med försiktighet, men även enligt dessa mått faller resursutnyttjandet snabbt.

■ ■ Lönerna hålls tillbaka

Enligt konjunkturlönestatistiken från Medlingsinstitutet steg lönerna i hela ekonomin under 2008 med 4,3 procent. I statistiken saknas retroaktiva utbetalningar för de sista nio månaderna i fjol, men dessa bedöms vara mycket små och inte nämnvärt påverka utvecklingen för helåret.

Under årets tre första månader har lönerna i hela ekonomin enligt konjunkturlönestatistiken i genomsnitt ökat med 2,9 procent jämfört med motsvarande period föregående år. Det definitiva utfallet väntas bli 3,3 procent om hänsyn tas till retroaktiva utbetalningar, vilket innebär en nedjustering av prognosen från april. Att lönerna stiger långsammare än väntat kan ha flera orsaker. En orsak kan vara att anpassningen nedåt av lönerna går snabbare än vad Riksbanken räknade med i april på grund av det försämrade läget på arbetsmarknaden. Det låga löneutfallet hittills kan också delvis bero på förändrade urval i konjunkturlönestatistiken.⁸

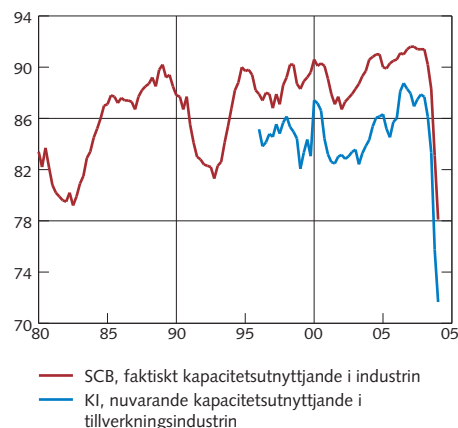
■ ■ Låg löneökningstakt inom industrin hittills i år

Trots att de preliminära löneutfallen för i år kommer att revideras upp är löneutvecklingen anmärkningsvärt låg i vissa branscher. Löneökningstakterna för industri- och transportarbetare har varit relativt låga under första kvartalet i år, och uppgick till 1,1 procent respektive 0,9 procent. De låga ökningstakterna kan delvis förklaras av att övertiden minskat. Används istället ett lönemått exklusive övertidstillägg har lönerna ökat med 2,0 procent respektive 1,8 procent för industri- och transportarbetare. För arbetare i näringslivet innebär den minskade övertiden ungefär 0,6 procentenheter lägre löneökningstakt första kvartalet i år. För hela ekonomin innebär den minskade övertiden en effekt på löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken på nästan -0,2 procentenheter hittills i år.

Lönerna i offentlig sektor har ökat något snabbare än lönerna i näringslivet hittills i år (se diagram 87). Under första kvartalet 2009 ökade lönerna i offentlig sektor med drygt 3 procent jämfört med samma period föregående år. För industrin och handeln har lönerna ökat med 1,7 procent respektive 2,2 procent hittills i år (se diagram 88). Detta innebär att ökningstakterna i löner utöver centrala avtal (eller den så kallade löneglidningen) i dessa sektorer hittills i år har varit negativa. Den definitiva löneökningstakten i hela ekonomin bedöms enligt konjunkturlönestatistiken bli 3,2 procent under 2009, enligt konjunkturlönestatistiken. De centralt avtalade löneökningarna i hela ekonomin är enligt Medlingsinstitutet 3,0 procent i år, vilket innebär att löneökningarna utöver avtal hamnar på den lägsta nivån sedan konjunkturlönestatistiken började sammanställas 1992.

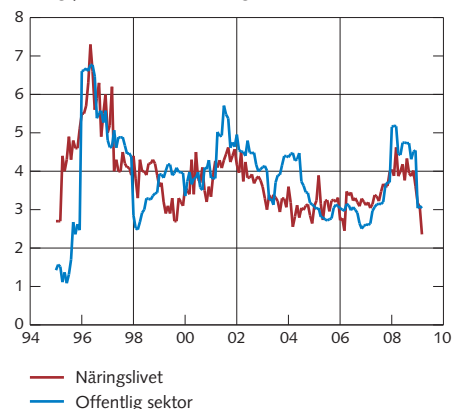
⁸ Under 2009 ändras storleken på urvalet i undersökningen för näringslivet från cirka 7800 företag i fjol till cirka 5600 företag i år. En ny näringsgrensindelning genomförs också i statistiken. Den nya indelningen gör att andelen företag som bytts ut i urvalet mellan 2008 och 2009 blivit större än normalt. Rörliga tillägg, såsom helgtillägg, inkluderas i det mått på löner som används i prognosarbetet. Eftersom påsken inföll i mars i fjol och i april i år kommer även en kalendereffekt att påverka lönestatistiken.

Diagram 86. Industrins kapacitetsutnyttjande
Procent, säsongrensade data



Källor: Konjunkturinstitutet och SCB

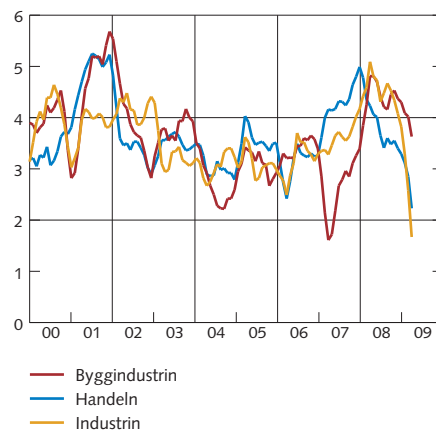
Diagram 87. Löner
Årlig procentuell förändring



Anm. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

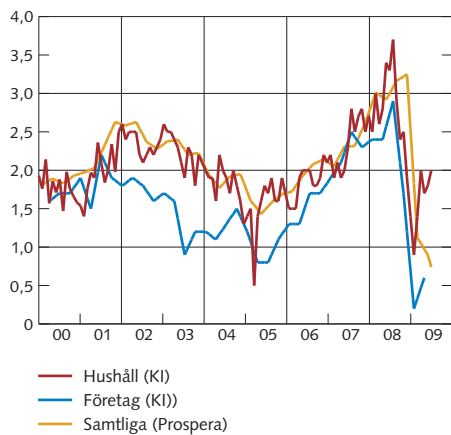
Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 88. Löner i näringslivet
Årlig procentuell förändring



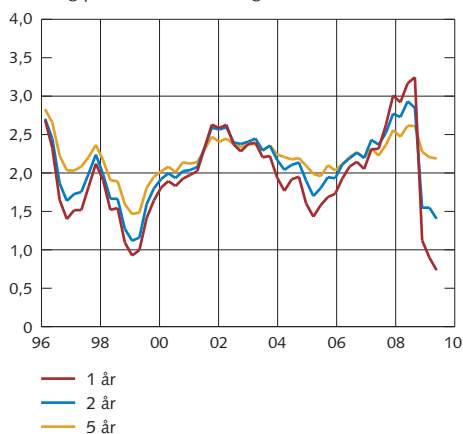
Anm. Tre månaders glidande medelvärde. Avser löner enligt konjunkturlönestatistiken. Preliminära utfall de senaste 12 månaderna som vanligtvis revideras upp.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Diagram 89. Inflationförväntningar på ett års sikt
Årlig procentuell förändring

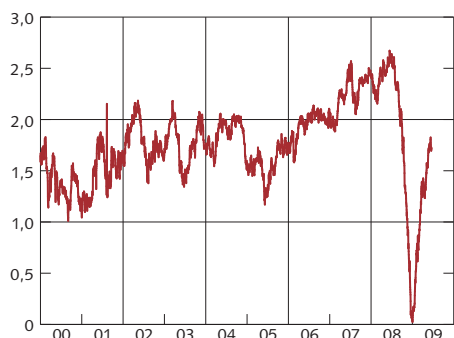
Anm. Avser samtliga tillfrågade grupper.

Källor: Konjunkturinstitutet och TNS Prospera

Diagram 90. Inflationförväntningar på 1, 2 och 5 års sikt enligt Prospera
Årlig procentuell förändring

Anm. Avser samtliga tillfrågade grupper.

Källa: TNS Prospera

Diagram 91. Skillnaden mellan nominella och reala 5-årsräntor (break-even inflation)
Procentenheter

Källa: Riksbanken

■ ■ Fortsatt stigande enhetsarbetskostnader

Timlönerna i hela ekonomin ökade enligt nationalräkenskaperna med 2,8 procent det första kvartalet i år jämfört med motsvarande period föregående år. Det är något mindre än den preliminära löneökningstakten enligt konjunkturlönestatistiken.⁹ För hela 2009 bedöms dock lönerna enligt nationalräkenskaperna öka i samma takt som lönerna enligt konjunkturlönestatistiken. Arbetskostnaderna per timme, inklusive arbetsgivaravgifter, ökade med 2,5 procent under första kvartalet. De lagstadgade arbetsgivaravgifterna har sänkts samtidigt som rabatter i de avtalade arbetsgivaravgifterna har tagits bort. Nettoeffekten av dessa åtgärder innebär en något lägre ökningstakt för arbetskostnaderna per timme än prognosen i april.

Produktiviteten har nu fallit som årlig procentuell förändring i den svenska ekonomin under nio kvartal i följd. Det har varit en starkt bidragande orsak till att arbetskostnaderna per producerad enhet ökat så kraftigt. Produktiviteten föll med över 5 procent första kvartalet jämfört med samma period föregående år, vilket medförde att arbetskostnaderna per producerad enhet steg med över 8 procent som årlig procentuell förändring för andra kvartalet i rad. Tillväxten i arbetskostnaderna per producerad enhet bedöms gradvis avta. Prognosen för 2009 är 3,9 procent vilket är lägre än i bedömningen från april (se tabell A8).

■ ■ Inflationförväntningarna på längre sikt nära målet

Hushållens inflationförväntningar på ett års sikt, så som de mäts i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer, uppgick i juni 2009 till 2,0 procent. Detta är en uppgång från 1,8 procent i maj. Som lägst var inflationförväntningarna i år 0,9 procent i januari (se diagram 89). Företagens inflationförväntningar på ett års sikt var 0,6 procent i april 2009, enligt Konjunkturinstitutets barometer. Även detta var en uppgång från 0,2 procent i januari.

Enligt Prosperas undersökning från juni 2009 har inflationförväntningarna sjunkit något jämfört med föregående mättilfälle i april, och är nu 0,7 procent på ett års sikt. Om två och fem år väntas inflationen vara 1,4 respektive 2,2 procent. I den förra enkäten väntades en inflation på 1,5 procent om två år och 2,2 procent om fem år (se diagram 90). Inflationförväntningarna enligt Prosperas undersökning ligger alltså lägre än i Konjunkturinstitutets hushållsbarometer och även i förhållande till Riksbankens prognos.

Den så kallade break even-inflationen, det vill säga skillnaden mellan räntor på nominella och reala obligationer med samma löptid, har stigit under 2009 från mycket låga nivåer runt årsskiftet. Break-even inflationen beräknad på räntor med fem års löptid i Sverige är

⁹ Det finns flera skäl till att löneökningstakten enligt nationalräkenskaperna skiljer sig från den enligt konjunkturlönestatistiken. Ett skäl är att lönebegreppet är vidare i nationalräkenskaperna. Förutom lön för arbetad tid ingår till exempel också bonusar, avgångsvederlag, löneförmåner, sjuklön och ett estimat på svarta löner. Ett annat skäl är att i konjunkturlönestatistiken periodiseras retroaktiva löneutbetalningar till den tidpunkt då lönen tjänades in. I nationalräkenskaperna redovisas istället utbetalda lönesummor.

för närvarande drygt 1,75 procent (se diagram 91). Även i USA har break-even-inflationen, beräknad på räntor med samma löptid, stigit från ovanligt låga nivåer. Måttet break-even inflation har dock inte varit helt tillförlitligt under den finansiella krisen. Även om det finns tecken på att handeln i dessa instrument har tilltagit finns det fortfarande anledning att tolka break-even inflationen med stor försiktighet. Att måttet blir missvisande beror framförallt på att omsättningen på marknaden för reala obligationer har varit låg, vilket har gjort att priserna antagligen inte har speglat förväntningarna fullt ut.

■ ■ Den underliggande inflationen nära målet

Sedan den penningpolitiska uppföljningen i april har utfall för inflationen i april och maj publicerats. Ökningstakten i KPI fortsätter att falla och uppgick till -0,4 procent i maj, vilket var i linje med prognosen i april (se diagram 24). En viktig orsak till att KPI-inflationen faller är att hushållens bostadsräntor faller kraftigt. Inflationen mätt med KPIF, där bostadsräntorna hålls konstanta, uppgick till 1,7 procent i maj.

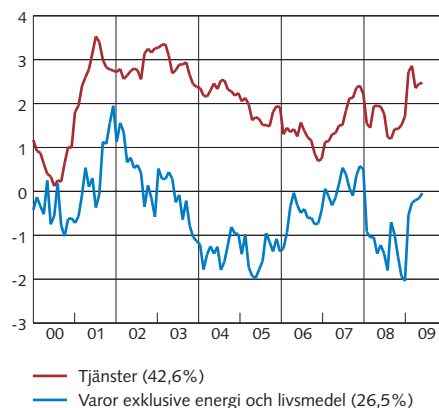
Energipriserna har fallit jämfört med förra året, även om de stigit under de senaste månaderna. Rensat för energipriserna uppgick ökningstakten i KPIF till 2,0 procent i maj (se diagram 24). Den svaga kronan tillsammans med den höga ökningstakten i arbetskostnaden per producerad enhet är sannolikt bidragande orsaker till att den så kallade underliggande inflationstakten hållits uppe trots den snabbt försämrade konjunkturen.

Elpriserna har fallit under det senaste året, men liksom oljeterminerna har terminspriset på el stigit sedan i april. Även övriga råvarupriser har stigit på världsmarknaden sedan i april. Tjänstepriserna ökade med cirka 2,5 procent uttryckt som årlig procentuell förändring och varupriserna var oförändrade (se diagram 92).

Den årliga ökningstakten i KPI väntas fortsätta falla snabbt under de närmaste månaderna eftersom tolv månadersjämförelserna görs mot förra årets betydligt högre energipriser och betydligt högre räntenivåer. Ökningstakten i KPI väntas utvecklas i linje med bedömningen i april under de närmaste månaderna. Rensat för bostadsräntor och energipriser väntas dock inflationen bli något lägre under de närmaste månaderna.

HIKP steg med 1,7 procent mätt i årlig procentuell förändring i maj. HIKP (Harmoniserat Index för Konsumentpriser) är ett EU-harmoniserat mått på konsumentpriser. HIKP påverkas liksom KPIF inte av förändrade bostadsräntor. Inflationen mätt med HIKP har de senaste månaderna varit högre i Sverige än i euroområdet (se diagram 93). Bland komponenterna är det särskilt livsmedelspriserna och energipriserna som ökar långsammare i euroområdet än i Sverige. Kronan har under det senaste året försvagats mot euron vilket sannolikt är en viktig orsak till att priserna ökar snabbare i Sverige. Renast för energi- och livsmedelspriserna ökar dock HIKP något långsammare i Sverige än i euroområdet.

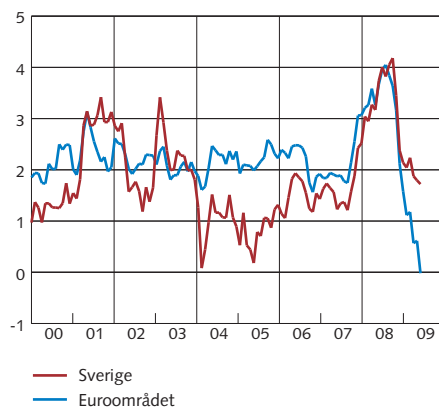
Diagram 92. Varu- och tjänstepriser i KPI
Årlig procentuell förändring



Anm. Inom parentes anges respektive komponents vikt i KPI.

Källa: SCB

Diagram 93. Harmoniserat konsumentprisindex (HIKP)
Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat och SCB

■ Penningpolitik när räntan är nära noll

Sedan början på oktober förra året har Riksbanken sänkt reporäntan kraftigt. Att reporäntan snabbt närmat sig noll har aktualiserat två viktiga frågor: Hur långt kan reporäntan sänkas? Vilka andra åtgärder kan Riksbanken vidta för att stimulera ekonomin, om det skulle behövas?

Hur långt kan reporäntan sänkas?

När konjunkturen försvagas och inflationen faller sänker centralbankerna sina styrräntor för att öka efterfrågan i ekonomin. I normala fall är sänkningar av styrräntan inte förknippade med några särskilda kostnader eller problem. Men när räntan börjar komma ner på riktigt låga nivåer, såsom varit fallet i Sverige och flera andra länder under den senaste konjunkturedgången, måste centralbankerna vid de penningpolitiska besluten ta hänsyn till omständigheter som de normalt inte behöver beakta.

Det är framför allt två omständigheter som lyfts fram i diskussionen. Den ena är att riktigt låga styrräntor kan påverka bankernas lönsamhet negativt eller göra dem mindre benägna att låta sänkningar av styrräntan slå igenom på de räntor hushåll och företag möter. Den andra omständigheten är att vissa delar av de finansiella marknaderna riskerar att börja fungera sämre vid låga räntenivåer. I bakgrunden finns också den kanske mest dramatiska konsekvensen av en alltför låg ränta: Att företag och hushåll väljer att ta ut pengar från sina bankkonton och istället övergår till att hålla stora mängder kontanter.

Bankernas inlåningsräntor ligger normalt lägre än styrräntan och når därför noll innan styrräntan gör det. Givet att bankerna upplever att de inte kan sänka inlåningsräntan under noll kommer deras marginaler – skillnaden mellan inlånings- och utlåningsräntan – att sjunka i takt med att styrräntan sänks. Till saken hör också att bankernas kostnader för att låna av centralbanken är högre än styrräntan, eftersom de måste lämna säkerheter för sådana lån.

Lägre marginaler påverkar bankernas intjäningsförmåga negativt och riskerar att minska bankernas vilja att låna ut i ett läge där den sannolikt redan är svag. Alternativt kan bankerna välja att behålla sina marginaler genom att inte låta utlåningsräntorna följa med styrräntan ned. I båda fallen får sänkningen av styrräntan en mindre positiv effekt på ekonomin än vad den annars skulle ha fått. Ett ytterligare alternativ är att bankerna, i den mån detta låter sig göras, anpassar avgifter på inlåningskonton och banktjänster på ett sätt som i praktiken innebär en negativ ränta.

Även om bankernas in- och utlåningsräntor inte skulle falla lika mycket som styrräntan, skulle sannolikt andra marknadsräntor följa med nedåt. Det kan i sig stimulera ekonomin, men väldigt låga räntenivåer kan samtidigt medföra vissa risker när det gäller de finansiella marknadernas sätt att fungera. Det finns marknader där räntorna kan ligga under styrräntan. I Sverige gäller det till exempel räntor på statspapper med mycket kort löptid och lån med räntebärande värdepapper som säkerhet. Vid någon nivå pressas sådana räntor ned till noll

eller blir negativa. Negativa räntor kan vara nödvändiga för att upprätthålla handeln på dessa marknader i ett sådant läge. Men att hantera negativa räntor rent praktiskt kan medföra vissa administrativa kostnader, till exempel att datorsystem måste anpassas. Dessa kostnader är sannolikt överkomliga men är ändå värda att tas i beaktande.

Aktiviteten på vissa marknader, speciellt sådana som hanterar lån mellan banker, kan också påverkas negativt om marknadsaktörerna upplever att avkastningen är alltför låg. En tunnare handel kan till exempel göra att prissättningen på marknaden fungerar sämre. Om en marknad på detta sätt krymper under en längre tid kan det bli svårt att få tillbaka den till normal aktivitet igen i ett senare skede.

Inga säkra svar

Det finns än så länge begränsade erfarenheter av de låga styrräntnivåer som nu kan observeras i många länder. Osäkerheten är stor om hur viktiga de mekanismer som diskuterats ovan är och exakt vid vilka nivåer på styrräntan de börjar bli nödvändiga att beakta. Förhållandena ser också lite olika ut i olika länder. Centralbanker som har kommunicerat att de inte har för avsikt att sänka sin styrränta ytterligare har därför valt att stanna vid lite olika nivåer och har lagt olika stor tonvikt på mekanismerna.

Bank of England, som har valt att stanna på en styrränta på 0,5 procent, förefaller ha lagt tonvikten på banksektorns känslighet för låga räntor och bankernas roll i den penningpolitiska transmissionsmekanismen. Centralbanker som istället främst lyft fram risker förknippade med de finansiella marknadernas funktionssätt, till exempel Federal Reserve och Bank of Canada, har valt att stanna på lägre nivåer för styrräntan, 0,25 procent eller lägre. Erfarenheterna hittills tycks vara att de finansiella marknaderna inte påverkats alltför negativt av dessa låga nivåer på styrräntan.

De centralbanker som anser sig ha nått sin nedre gräns för styrräntan har alla valt att stanna på nivåer som med viss marginal överstiger den räntenivå där företag och hushåll kan förväntas övergå till att hålla stora mängder kontanter. Det sker sannolikt först när räntan sjunkit något under noll eftersom stora mängder kontanter är obekvämt och kostsamt att lagra och hantera. Det är därför tänkbart att hushåll och företag skulle låta pengarna stå kvar på sina konton trots en viss negativ ränta. Det är dock möjligt att bankerna, exempelvis av konkurrensskäl, inte är speciellt villiga att låta inlåningsräntorna bli negativa. Sänkningar av reporäntan till en mycket låg nivå skulle i så fall, på det sätt som diskuterats ovan, endera reducera bankernas marginaler eller inte slå igenom på utlåningsräntorna.

Sammanfattningsvis kan konstateras att det inte finns något självklart svar på vad som är en nedre gräns för reporäntan. Det är i allt väsentligt en bedömningsfråga där det också, med tanke på den osäkerhet som råder, kan finnas anledning att försiktigt pröva sig fram. Riksbanken har på olika sätt analyserat de positiva och negativa effekter som mycket låga räntor kan föra med sig, och har följt ut-

vecklingen på de finansiella marknaderna sedan sänkningen av reporäntan till 0,5 procent i april. Beslutet att sänka reporäntan till 0,25 procent avspeglar bland annat bedömningen att en sådan nivå inte skapar några större problem för marknadernas funktionssätt.

Vilka andra åtgärder kan Riksbanken vidta?

Även när reporäntan sänkts så långt det bedömts vara rimligt finns det åtgärder som Riksbanken kan vidta. Här fokuseras på mer uttalat penningpolitiska åtgärder i meningen att deras primära syfte är att stimulera ekonomin. Sedan oktober förra året har Riksbanken, parallellt med att reporäntan har sänkts, vidtagit olika åtgärder vars främsta syfte har varit att värna om den finansiella stabiliteten. Dessa åtgärder tas inte upp här, även om de kan ha sidoeffekter som kan sägas vara penningpolitiska, till exempel att minska riskpremier och därmed sänka nominella räntor. Vidare diskuteras enbart de penningpolitiska åtgärder som i nuläget bedöms ligga närmast till hands.¹⁰

Det är också värt att betona att en penningpolitisk stimulans, i stort sett oavsett hur den åstadkoms, vanligtvis kan ses som ett "paket" av sammankopplade mekanismer som på olika sätt bidrar till att öka efterfrågan i ekonomin. En sänkning av styrräntan kan till exempel leda till lägre marknadsräntor, högre inflation och inflationsförväntningar samt en svagare växelkurs. I diskussionen nedan tas inte alla dessa mekanismer upp, även om de finns med i bakgrunden.

Låg reporänta länge

En penningpolitisk åtgärd som är relativt rättfram och som Riksbanken redan har använt sig av är att deklarerat att reporäntan väntas bli kvar på en låg nivå under en lång tidsperiod. Hur efterfrågan i ekonomin utvecklas beror inte på nivån på reporäntan vid någon enskild tidpunkt utan på hela den förväntade framtida banan för reporäntan. Olika banor för reporäntan kan ge ungefär samma sammanlagda påverkan på efterfrågan. Genom att hålla reporäntan på en låg nivå under en längre period kan effekten på efterfrågan bli ungefär densamma som om reporäntan hade sänkts mer under en kortare period.

Riksbankens penningpolitiska ramverk är här en fördel. Det faktum att Riksbanken publicerar detaljerade prognoser för inflationen, realekonomin och reporäntan gör det lättare att illustrera och argumentera för att reporäntan kan hållas låg under en lång tid framåt.

Lån till fast ränta på längre löptid

Reporäntan som penningpolitiskt verktyg fungerar enkelt uttryckt genom att bankerna antingen lånar mot betryggande säkerhet eller köper riksbankscertifikat med löptid på en vecka av Riksbanken till priset av reporäntan. Därtill kommer dagliga så kallade finjusteringar

¹⁰ En mer utförlig genomgång av möjliga åtgärder finns i U. Söderström och A. Westermark, "Penningpolitik när styrräntan är noll", Penning- och valutapolitik 2009:2, Sveriges riksbank.

mellan Riksbanken och bankerna till en ränta som ligger mycket nära reporäntan. Reporäntans nivå idag och förväntningarna om vad den kommer att vara framöver påverkar i sin tur andra räntor med längre löptider och genom dessa aktiviteten i ekonomin. Men Riksbanken kan också mer direkt påverka räntorna längre ut på avkastningskurvan.

Ett sätt att göra det är att de penningpolitiska motparterna ges möjlighet att låna kronor på längre löptid till fast ränta. I samband med det senaste penningpolitiska mötet beslutade direktionen också att tillhandahålla lån med löptid på 12 månader och räntan satt till rådande reporänta plus 0,15 procentenheter. Även tidigare fanns möjligheten att ta lån med upp till 12 månaders löptid men till rörlig ränta. Låntagaren måste då beräkna den förväntade kostnaden baserat på en bedömning av hur reporäntan kommer att utvecklas under perioden. Med fast ränta råder det inte längre någon osäkerhet om vad räntan på lånet slutligen kommer att bli.

Syftet med åtgärden är att inledningsvis få ner räntorna på interbankmarknaden genom att tillhandahålla likviditet till en låg kostnad. Lägre interbankräntor kan sedan få genomslag på de räntor som hushåll och företag möter och därmed bidra till att stimulera den ekonomiska aktiviteten.

Det kan noteras att i ett internationellt perspektiv är utlåning från centralbanker på längre löptider till fast ränta inget exceptionellt. Exempelvis använder ECB sig av fast utlåningsränta på ett flertal löptider.

Köp av värdepapper

Den bedömning som Riksbanken gör i dagsläget är att de åtgärder som hittills vidtagits är tillräckliga för att ge en utveckling för inflationen och realekonomin som med hänsyn till omständigheterna kan betraktas som tillfredsställande. Men skulle det efter hand visa sig att ytterligare stimulanser behövs är en möjlighet att Riksbanken köper olika typer av värdepapper. Detta har gjorts av andra centralbanker, exempelvis Federal Reserve och Bank of England. Behovet av penningpolitiska stimulanser utöver sänkningar av styrräntan har dock hittills varit mindre i Sverige och de svenska finansiella marknaderna har överlag fungerat bättre.

Om det framöver ändå skulle bli aktuellt att köpa värdepapper är det sannolikt statsobligationer som i första hand skulle komma i fråga. En fördel med att köpa statsobligationer jämfört med de närmast tänkbara alternativen – bostadsobligationer och företagspapper – är att en sådan åtgärd är mer generell och inte i samma utsträckning riktad mot någon specifik sektor. Den blir därigenom en mer naturlig förlängning av den traditionella penningpolitiken.

I likhet med utlåning till fast ränta är det främsta syftet med köp av statsobligationer att få ner det allmänna ränteläget. Genom köpen pressas statsobligationsräntor ner och investerare söker sig då till placeringar med högre avkastning. När efterfrågan på mer riskfyllda

tillgångar ökar kommer även räntorna på dessa att pressas ned och det allmänna ränteläget sjunker generellt. Ytterligare en effekt skulle kunna vara att bankerna ökar sin utlåning till följd av att centralbankens köp av statsobligationer ökar inlåningen i bankerna och bankernas reserver i centralbanken.

Effekterna av såväl utlåning till fast ränta som köp av värdepapper är svåra att förutse. Det beror dels på att de är ovanliga åtgärder varför prognoser av effekterna inte kan göras på basis av tidigare erfarenheter. Det beror också på att räntor på längre löptider påverkas av en rad andra faktorer än centralbankens åtgärder.

■ Skillnader i finansiell struktur och krisåtgärder i olika länder

Centralbanker världen över har genomfört omfattande åtgärder för att motverka effekterna av den finansiella krisen. Åtgärderna har syftat både till att stödja penningpolitiken och till att förbättra de finansiella marknadernas funktionsförmåga, som blivit allvarligt nedsatt under krisen. Vilka åtgärder som genomförts har påverkats av strukturen i den finansiella sektorn i respektive land.

Den finansiella krisen startade under 2007 på den amerikanska bolånemarknaden. Under hösten 2008 utvecklades den till en global likviditetskris. Funktionsförmågan på många kreditmarknader försämrades allvarligt och i vissa fall upphörde marknaderna i princip helt att fungera. Bankerna fick till exempel stora svårigheter att emittera värdepapper på längre löptider. För att motverka detta började centralbankerna låna ut större volymer med kortare löptider på interbankmarknaden. Centralbankernas motåtgärder har till stor del handlat om att säkra bankernas likviditetsförsörjning. Åtgärder har vidtagits av såväl Riksbanken och Europeiska centralbanken (ECB) som Federal Reserve (Fed) och Bank of England. Exempelvis har samtliga förlängt löptiderna på de lån man ger. Ett annat exempel är att de fyra centralbankerna nu godtar ett större antal tillgångar som säkerhet för krediter. Antalet motparter har också utökats. Dessutom har styrräntorna sänkts till rekordlåga nivåer.

Det är intressant att notera de skillnader som finns i åtgärder och försöka förklara vad dessa beror på. I Sverige och euroområdet är bankerna mycket viktiga för det finansiella systemet. Riksbanken och ECB har därför i huvudsak kanaliserat åtgärderna genom banksystemet. I USA, där den finansiella sektorn är starkt marknadsbaserad, har Fed utöver åtgärderna riktade mot banksystemet även riktat in sig på att få igång kreditflödet på viktiga kreditmarknader utanför banksystemet.

Skillnader i de finansiella sektorernas struktur – en jämförelse

Även om de finansiella sektorerna är välutvecklade i de flesta länder med hög inkomstnivå så är skillnaderna i strukturen stora.¹¹ Dessa skillnader kan förväntas påverka både effekterna av krisen och hur centralbankerna väljer att utforma sina motåtgärder. Under det senaste decenniet har kapitalmarknader, som aktiemarknaden och företagsobligationsmarknaden, fått allt större betydelse för företagets finansiering. Denna utveckling hade innan krisen bröt ut gått längst i USA där storleken på dessa marknader uppgick till 144 procent respektive 168 procent av BNP år 2007.¹² Detta kan jämföras med euroområdet, som traditionellt räknas som bankdominerat, där aktie-

11 Ett vanligt sätt att karakterisera finanssektorns struktur är att se om sektorn till största delen är bankbaserad eller marknadsbaserad. Se exempelvis R. Levine, "Bank-based or market-based financial systems: which is better?", NBER Working Paper No. 9138, 2002; A. Demirgüç-Kunt och R. Levine, "Bank-based and market-based financial systems. Cross-country comparisons", Policy Research Working Paper no. 2143, 1999, Världsbanken; samt A. Ludwig och T. Słok, "The impact of stock prices and house prices on consumption in OECD countries", IMF Working Paper No. 02/1, 2002.

12 Mätt med marknadsvärdet på utestående aktier respektive obligationer, enligt Monthly Bulletin, maj 2009, ECB.

marknadens storlek motsvarar 85 procent av valutaområdets BNP och företagsobligationsmarknaden uppgår till 81 procent av BNP.

Bankerna spelar en mycket viktigare roll för företagens finansiering i Sverige, euroområdet och till viss del Storbritannien än i USA. Vid slutet av 2008 utgjorde banklån strax över 50 procent av de svenska företagens totala upplåning. I USA är motsvarande siffra 10 procent (se tabell R1). Lån från andra finansiella institutioner än banker som till exempel bostadsinstitut och finansbolag stod i Sverige för strax under 40 procent av upplåningen. Upplåning på kreditmarknaderna genom företagscertifikat och företagsobligationer spelade däremot en relativt begränsad roll.¹³ I USA kommer däremot drygt 50 procent av upplåningen från företagsobligationer. I Storbritannien står banklån för en lika stor del av företagets externa finansiering som i Sverige och euroområdet, men där är även marknaden för företagsobligationer relativt viktig och står för drygt 20 procent av den totala upplåningen.

Krisåtgärder i de olika länderna

Hittills har den finansiella krisen resulterat i nedskrivningar och förluster för finansiella institut på över 1200 miljarder dollar.¹⁴ IMF uppskattar att de totala förlusterna världen över kan komma att uppgå till över 4000 miljarder dollar.¹⁵ Huvuddelen av förlusterna väntas komma från amerikanska tillgångar. Förlustgraden väntas bli dubbelt så stor i USA som i Europa. Banksektorn förväntas svara för två tredjedelar av de globala nedskrivningarna och förlusterna. Den finansiella sektorn har alltså utsatts för stora påfrestningar världen över.

Omfattande åtgärder har vidtagits av myndigheter för att stödja banksektorn med likviditet och undvika ett dramatiskt fall i kreditförsörjningen till företag och hushåll. Centralbanker har gett särskilt likviditetsstöd till enskilda institut, så som Riksbankens stöd till Carnegie Investment Bank AB och Kaupthing Bank Sverige AB. Regeringar har infört statliga upplåningsgarantier. Många stater har även deltagit i bankernas nyemissioner eller på annat sätt försökt skjuta till kapital till banksektorn.

I euroområdet fyller bankerna en mycket viktig funktion för företagets och hushållens finansiering (se tabell R1). ECB har därför kanaliserat sina åtgärder via banksystemet. Även ECB:s planerade köp av så kallade säkerställda bostadsobligationer som emitteras av bankerna följer samma strategi.¹⁶ Det är ett försök att åter få igång den europeiska marknaden för dessa obligationer som drabbats hårt av den finansiella krisen. Periodvis har knappt någon handel alls skett där.

13 Även om den marknaden inte är så stor i Sverige så får svårigheter att finansiera sig på värdepappersmarknaden konsekvenser för bankernas utlåning. För en utförligare beskrivning av detta se fördjupningen "Finanskrisens effekter på företagets finansieringsmöjligheter" i Finansiell Stabilitet 2009:1, Sveriges riksbank.

14 Finansiell Stabilitet 2009:1, Sveriges riksbank.

15 Global Financial Stability Report, april 2009, IMF.

16 En obligation där innehavaren har särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditrisken normalt ska vara lägre jämfört med obligationer som inte är säkerställda, vilket medför att upplåningskostnaderna sänks.

I USA där värdepappersmarknaderna fyller en viktig funktion för finansieringen har Fed agerat direkt på viktiga kreditmarknader. Problemen på den amerikanska bolånemarknaden var en utlösande faktor till den finansiella krisen och visade sig vara direkt kopplade till de tekniker för att värdepapperisera krediter som utvecklats under senare år. Dessa har inneburit att portföljer med långa krediter har fått utgöra basen för så kallade strukturerade kreditprodukter. I grunden illikvida tillgångar som exempelvis bolån har omvandlats till värdepapper som bankerna sedan kunnat sälja vidare. Detta har varit vanligare i USA än i övriga länder. Fed har i syfte att stödja marknaden för tillgångssäkrade värdepapper exempelvis genomfört direkta köp av tillgångar med bolån som underliggande säkerhet.¹⁷

Fed har även ett program som lånar ut mot säkerhet i tillgångar kopplade till konsumtionskrediter som till exempel billån. En förklaring till att Fed vidtagit dessa åtgärder är att konsumtionskrediter utgör en relativt stor andel av hushållssektorns upplåning i USA.

Bank of England har köpt företagscertifikat och företagsobligationer. Man har alltså i likhet med Fed delvis kringgått bankerna och istället valt att direkt stödja enskilda marknader för att underlätta företagens kreditförsörjning och stimulera ekonomin. Marknaden för företagsobligationer i Storbritannien är betydligt viktigare för företagens finansiering än i euroområdet och Sverige (se tabell R1).

I Sverige har Riksbankens åtgärder hittills kanaliserats via bank-systemet. Behovet av att stödja enskilda kreditmarknader i Sverige har enligt Riksbankens bedömning inte varit lika stort då de antingen inte har drabbats av så omfattande problem eller inte varit av tillräckligt stor betydelse för hushållens eller företagens finansiering.

Trots skillnader i åtgärder har konsekvenserna för centralbankernas balansräkningar varit likartade (se diagram 53). Omslutningen på Riksbankens balansräkning har till exempel trefaldigats. Regeringarna har också vidtagit åtgärder som syftar till att öka kreditillgången. Dessa åtgärder syns dock inte i centralbankernas balansräkningar.

Tabell R1. Fördelningen av icke-finansiella företags upplåning i euroområdet, Sverige, Storbritannien och USA i slutet av 2008
Procent

	Sverige	Euroområdet	Storbritannien	USA
Banklån	51	53*	47	10
Övriga lån	38	39	31	34
Företagsobligationer	9	5	21	54
Företagscertifikat	2	3	1	2

*För euroområdet inkluderar baklån även lån från andra monetära finansinstitut, exempelvis bostadsinstitut och finansbolag

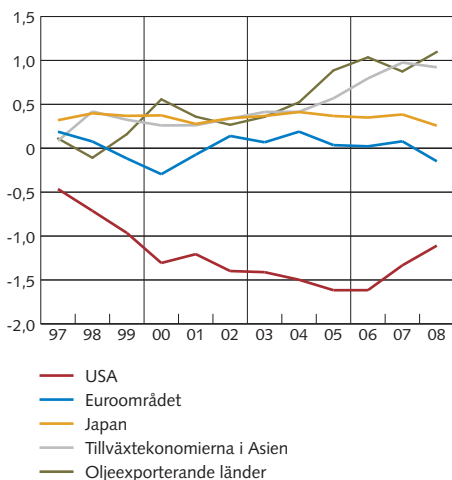
Anm. Övriga lån inkluderar exempelvis lån mellan företag och lån från andra finansiella aktörer än banker, exempelvis bostadsinstitut och finansbolag.

Källor: ECB, Federal Reserve, Office for National Statistics och SCB

17 B. Bernanke, "Four questions about the financial crisis", tal på Morehouse College, Atlanta, 14 april 2009.

Globala obalanser, sparande och efterfrågan i krisens spår

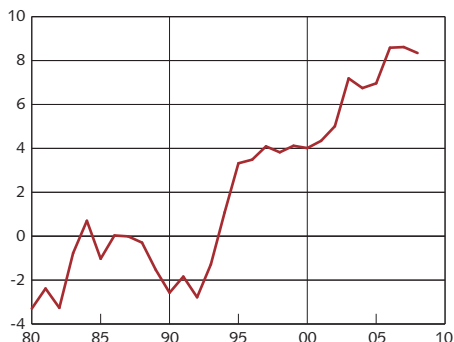
Diagram R1. Globala obalanser
Bytesbalans som procent av världens BNP



Anm. Tillväxtekonomier innefattar Kina, Indien, Indonesien, Malaysia, Filippinerna och Thailand.

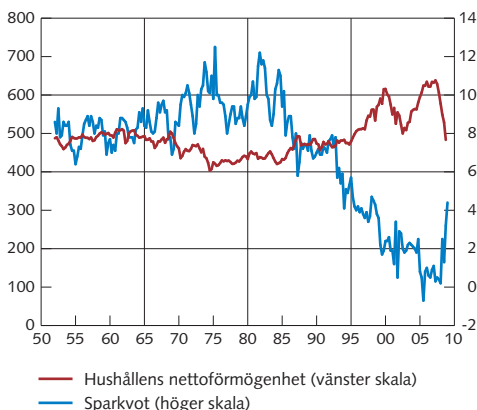
Källa: IMF

Diagram R2. Sveriges bytesbalans
Procent av BNP



Källor: SCB och Riksbanken

Diagram R3. Sparande och nettoförmögenhet i USA
Procent av disponibel inkomst



Källor: Federal Reserve and US Department of Commerce

Sedan 1990-talet har stora obalanser i världens bytesbalansrelationer byggts upp. USA har länge haft ett stort bytesbalansunderskott och Kina ett stort bytesbalansöverskott. Ett högre sparande och en lägre efterfrågan från USA innebär att USA:s bytesbalansunderskott nu börjar minska, vilket på kort sikt kan få negativa konsekvenser för tillväxten i omvärlden och svensk export. På lite längre sikt borde dock minskade globala obalanser inte vara ogynnsamt för tillväxtmöjligheterna för Sverige eller andra länder.

Vad menas med "globala obalanser"?

Ett bytesbalansunderskott råder under perioder då ett lands totala inhemska efterfrågan, det vill säga investeringar och total konsumtion av varor och tjänster, överstiger dess inkomster. För att ett land ska kunna konsumera och investera mer än det producerar måste det bygga upp en skuld mot utlandet eller sälja av tillgångar till utlandet. Det kan också uttryckas som att det sammanlagda sparandet i landet inte räcker till för att täcka investeringarna som görs där. Det som gjort att de globala obalanserna fått relativt stor uppmärksamhet under senare år är att vissa länder har haft stora underskott under långa perioder, medan andra haft stora överskott (se diagram R1). Debatten har handlat om huruvida detta förhållande kan bestå över tiden eller om det är "obalanserat", och vilka konsekvenser en mycket snabb återgång till mer historiskt sett normala bytesbalansförhållanden skulle få för till exempel dollarns reala växelkurs.¹⁸ USA utmärker sig nämligen som det land som ensamt står för tre fjärdedelar av summan av världens bytesbalansunderskott. Sverige har däremot på senare år haft ett relativt stort bytesbalansöverskott (se diagram R2).

Vissa menar att de globala obalanserna lade grunden till de förhållanden som utlöste den finansiella krisen. De pekar på hur ett överskott i sparandet i vissa delar av världen, framförallt i Kina, Japan och de oljeproducerande länderna, har lett till ett överutbud av lättillgängliga krediter och stigande tillgångspriser i länder med välutvecklade finansiella marknader och en hög konsumtionsbenägenhet, som till exempel USA.

Oavsett om man tror att de globala obalanserna varit en avgörande orsak till den pågående krisen eller ej, så kan man konstatera att en minskning av det amerikanska bytesbalansunderskottet kommer att innebära förändringar i de globala konsumtions- och produktionsmönstren, vilket kan påverka BNP-tillväxt och sysselsättningen i världen under de närmaste åren.

Den finansiella krisens effekter på obalanserna

Det stora amerikanska bytesbalansunderskottet förklaras främst av att hushållens sparande har varit väldigt lågt under de senaste decennierna (se diagram R3), men även den offentliga sektorns sparande har

¹⁸ Se till exempel M. Obstfeld och K. Rogoff, "Global current account imbalances and exchange rate adjustments", Brookings Papers on Economic Activity, 1:2005, 67-146.

varit lågt. Under samma period har hushållens förmögenhet ökat, till stor del på grund av stigande hus- och aktiepriser. Dessa priser har nu minskat dramatiskt. Samtidigt har hushållens sparande ökat i rekordsnabb takt. Trots att underskotten i den offentliga sektorn har ökat dramatiskt det senaste året har det ökade privata sparandet inneburit att USA:s bytesbalansunderskott håller på att minska.

När amerikanska hushåll minskar sin konsumtion och ökar sitt sparande uppstår det ett fall i den totala globala efterfrågan om inte konsumtionen ökar i motsvarande grad i andra länder, förutsatt att den offentliga konsumtionen och investeringarna i USA inte kan fylla upp efterfrågebortfallet från den privata konsumtionen. Eftersom det tar tid innan företagen hunnit anpassa sin produktion till den lägre efterfrågan uppstår då en överkapacitet. För de länder som haft stora bytesbalansöverskott och vars tillväxt varit mycket beroende av exportindustrin, som till exempel Kina, innebär det att exportsektorn får problem. I Kina har regeringen bland annat av detta skäl lanserat ett stort finanspolitiskt paket som innebär satsningar för att få igång den inhemska konsumtionen. Det finns tecken som tyder på att satsningarna har lyckats stimulerat den inhemska efterfrågan i Kina.¹⁹

Man kan få en uppfattning om hur stora förändringar i det amerikanska bytesbalansunderskottet som är att vänta framöver genom att analysera historiska sparande- och investeringsmönster hos hushåll, företag och i den offentliga sektorn. Om man antar att hushållen och företagen kommer att anpassa sitt sparande till det historiska genomsnittet blir resultatet att det amerikanska bytesbalansunderskottet kommer att minska påtagligt framöver, trots att den amerikanska offentliga sektorn väntas ha relativt stora underskott.

Vilken betydelse har utvecklingen av de globala obalanserna för framtida tillväxt i Sverige och andra länder?

Länder som har underskott i bytesbalansen konsumerar mer internationellt handlade varor än de producerar. Lite förenklat skulle man kunna beskriva det som att exportsektorn (eller tillverkningsindustrin) är "för liten" i förhållande till tjänstesektorn. Om det amerikanska bytesbalansunderskottet minskar innebär det därför att exportindustrins andel av produktionen i USA ökar relativt sett tjänstesektorns andel. Anpassningen kommer att påverka den reala växelkursen och relativpriser mellan handlade och icke-handlade varor.

Därför kan man förvänta sig att om de globala obalanserna minskar framöver, kommer andelen av världens produktion av internationellt handlade varor att öka i USA och minska i de nuvarande överskottsländerna som Sverige. När den amerikanska produktionen av handlade varor ökar förändras det relativa priset så att amerikanska exporterade varor blir billigare att konsumera i de tidigare överskottsländerna. Det ger i sin tur konsekvenser för den relativa storleken på tjänstesektorn och tillverkningsindustrin även i dessa länder,

¹⁹ Se kapitel 3 i denna rapport.

då det blir mer lönsamt att producera tjänster och mindre lönsamt att producera varor för export.

På kort sikt kan en minskad konsumtion i USA och andra underskottsländer leda till negativa konsekvenser för svensk exportindustri. I dagsläget går knappt 7 procent av den svenska exporten till USA. Om konsumtionsmönstren i världen ändras så att en större del av efterfrågan kommer från Kina och andra tidigare överskottsländer borde dock svenska företag kunna öka sin export till dessa länder så att det delvis kompenserar för bortfallet från USA. Det kan dock innebära att andra typer av varor efterfrågas än innan krisen. Det skulle i så fall leda till en period av omstrukturering, eventuellt med arbetslöshet i vissa sektorer som följd, innan utbildning och investeringar hunnit anpassas till den nya efterfrågebilden.

Hur stora konsekvenserna blir om obalanserna minskar i världen beror till stor del på om omställningen sker gradvis så att ekonomierna hinner anpassa sig till den nya situationen. Annars finns en risk för att behovet av omstruktureringar ger upphov till protektionism eller minskad finansiell och ekonomisk integration i världen. Det var till exempel vad som skedde i samband med depressionen på 1930-talet, och det skulle kunna påverka de långsiktiga förutsättningarna för tillväxt i världen. Dock borde inte minskningen av de globala obalanserna i sig ge upphov till lägre tillväxtpotential.

■ Riksbankens företagsintervjuer i maj 2009

I samtalen med företagen framträder en bild av viss stabilisering och försiktig optimism efter höstens och vinterns branta konjunkturedgång. Det är framförallt inom industrin och handeln som de tydligaste tecknen på stabilisering av produktion och försäljning återfinns. Samtidigt är oron för ett bakslag i konjunkturutvecklingen stor, vilket delvis hänger ihop med det fortsatt kärva finansieringsläget. Finansieringssituationen sedan föregående undersökning i december tycks ha förbättrats något, framförallt till följd av en bättre fungerande marknadsupplåning via företagsobligationer och certifikat. Företagen rapporterar också att lönekostnaderna väntas bli lägre än tidigare. Enligt företagen kan huvuddelen av effekterna från den svaga kronan på företagens prissättning redan ha uppkommit.

Ungefär två tredjedelar av de intervjuade företagen uppfattade konjunkturläget som dåligt, medan de flesta övriga företag, främst inom handel, ansåg det vara tillfredsställande.²⁰ Svaren innebär att företagens uppfattning om det rådande konjunkturläget i stort sett är densamma som vid den föregående undersökningen i december 2008. En markant förändring sedan föregående undersökning är emellertid att bara en tredjedel av de kontaktade företagen nu förväntar sig en ytterligare försämring av konjunkturen. Bortsett från byggnadsindustrin gör de flesta företag bedömningen att konjunkturen börjat stabiliseras.

Det finns dock tydliga skillnader mellan olika branscher. Medan dagligvaruhandeln i stort sett bedömer läget som tillfredsställande och det inom exportindustrin syns vissa ljusglimtar, är läget sämre inom övrig handel, främst med elektronikprodukter. Ett betydligt sämre läge råder inom byggsektorn, som vid sidan av kundernas försiktighet i den rådande situationen, nämner svårigheter att få finansiering för nya projekt. För de flesta företag som ingår i undersökningen har emellertid finansieringssituationen förbättrats något sedan Riksbankens föregående undersökning i december. Bidragande är också att värdepappersmarknaderna börjat fungera igen, även om det sker till höga kostnader för emittenterna.

Den generella bild som företagen förmedlar är ett fortsatt lågt pristryck som bara delvis motverkas av stigande importpriser till följd av den svaga kronan. Ett vanligt förekommande uttalande från företagen är att det är "svårt att höja priserna i rådande läge". Det finns dock skillnader mellan de olika företagen i undersökningen. För företagen inom handeln som har en hög andel import i försäljningen spelar naturligtvis växelkursen en viktig roll. Av företagens svar att döma ska huvuddelen av den försvagade kronans effekter på försäljningspriserna slå igenom inom ett halvår och kan således redan ha slagit igenom i prissättningen.

20 Riksbankens intervjuer med företag från det svenska näringslivet ägde huvudsakligen rum under maj 2009 och omfattade 62 företag. För en utförligare redovisning hänvisas till "Riksbankens företagsintervjuer i maj 2009", 2009-06-22 (www.riksbank.se under rubriken Press & Publicerat, Rapporter).

■ Appendix

- Tabeller
- Översikt över fördjupningar 2007–2009
- Tidigare räntebeslut
- Ordlista

Tabeller

Bedömningen i föregående penningpolitiska uppföljning (april 2009) anges inom parentes.

Tabell A1. Reporänteprognos
Procent, kvartalsmedelvärden

	Kv 2 2009	Kv 3 2009	Kv 4 2009	Kv 3 2010	Kv 3 2011	Kv 3 2012
Reporänta	0,6	0,3 (0,5)	0,3 (0,5)	0,3 (0,5)	1,8 (1,8)	4,0

Källa: Riksbanken

Tabell A2. Inflation, årsgenomsnitt
Årlig procentuell förändring

	2008	2009	2010	2011
KPI	3,4	-0,2 (-0,3)	1,4 (1,3)	3,2 (3,2)
KPIF	2,7	1,9 (1,9)	1,9 (1,8)	2,0 (2,0)
KPIF exkl. energi	2,0	2,3 (2,4)	2,0 (2,1)	2,0 (2,0)
HIKP	3,3	2,0	1,8	1,9

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser vilket inte inkluderar hushållens räntekostnader för egna hem.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A3. Inflation, tolv månaderstal
Årlig procentuell förändring

	sep-08	sep-09	sep-10	sep-11	sep-12
KPI	4,4	-1,2 (-1,4)	1,5 (1,4)	3,7 (3,7)	3,7
KPIF	3,5	1,5 (1,4)	1,7 (1,6)	2,0 (2,1)	2,2
KPIF exkl. energi	2,1	2,3 (2,6)	2,0 (1,9)	2,0 (2,0)	2,1
HIKP	4,2	1,6	1,6	1,9	2,1

Anm. KPIF är KPI med fast bostadsränta. HIKP är ett EU-harmoniserat index för konsumentpriser vilket inte inkluderar hushållens räntekostnader för egna hem.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A4. Finansiella prognoser i sammanfattning
Årsgenomsnitt, procent om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
Reporänta	4,1	0,7 (0,8)	0,3 (0,5)	1,6 (1,6)
10-årsränta	3,9	3,4 (3,1)	4,1 (3,7)	4,6 (4,2)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18=100	127,2	141,8 (142,7)	134,8 (134,8)	132,4 (132,4)
Offentligt finansiellt sparande*	2,5 (2,5)	-2,9 (-2,9)	-4,0 (-3,9)	-2,6 (-2,6)

* Procent av BNP

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A5. Internationella förutsättningar
Årlig procentuell förändring

BNP	2008	2009	2010	2011
USA	1,1 (1,1)	-3,1 (-3,2)	0,9 (0,7)	3,0 (3,0)
Japan	-0,7 (-0,7)	-6,3 (-6,0)	0,6 (-0,3)	1,6 (1,6)
Euroområdet	0,6 (0,7)	-4,8 (-3,6)	0,0 (0,1)	1,6 (1,6)
OECD	0,9 (0,9)	-4,0 (-3,6)	0,7 (0,6)	2,5 (2,4)
TCW-vägt	0,7 (0,8)	-4,4 (-3,6)	0,2 (0,1)	1,9 (1,9)
Världen	3,2 (3,2)	-1,2 (-1,1)	2,3 (2,1)	3,8 (3,8)

KPI	2008	2009	2010	2011
USA	3,8 (3,8)	-0,8 (-0,8)	1,4 (1,2)	2,0 (2,0)
Japan	1,4 (1,4)	-1,0 (-0,9)	-0,6 (-0,2)	0,5 (0,5)
Euroområdet (HIKP)	3,3 (3,3)	0,4 (0,3)	0,9 (1,0)	1,6 (1,6)
OECD	3,6 (3,5)	0,5 (0,3)	1,3 (1,3)	1,9 (1,9)
TCW-vägt	3,3 (3,3)	0,4 (0,3)	1,0 (1,1)	1,6 (1,6)

	2008	2009	2010	2011
Råoljepris, USD/fat Brent	97	62 (52)	76 (63)	79 (68)
Svensk exportmarknadsindex	0,5 (1,2)	-11,7 (-9,5)	0,3 (-0,5)	7,5 (7,5)

Anm. Exportmarknadsindex avser att mäta efterfrågan på internationellt handlade varor i de länder som Sverige exporterar till. Indexet beräknas med hjälp av importutvecklingen i mottagarländerna vägt med respektive lands relativa betydelse för svensk export. IMF har ändrat de vikter som används vid beräkning av BNP för världen. Detta ger ett positivt bidrag på 0,2 respektive 0,1 procentenhet till BNP-tillväxten 2009 respektive 2010 jämfört med vikterna som användes i den penningpolitiska uppföljningen i april.

Källor: Eurostat, IMF, Intercontinental Exchange, OECD och Riksbanken

Tabell A6. Försörjningsbalans

Årlig procentuell förändring om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
Hushållens konsumtion	-0,2 (-0,2)	-1,8 (-1,2)	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)
Offentlig konsumtion	1,5 (1,3)	1,2 (0,4)	0,4 (0,6)	0,6 (0,7)
Fasta bruttoinvesteringar	2,7 (3,5)	-16,6 (-10,3)	-6,1 (-5,6)	5,6 (5,5)
Lagerinvesteringar*	-0,6 (-0,7)	-0,8 (-1,1)	0,7 (0,7)	0,2 (0,2)
Export	1,8 (1,7)	-16,1 (-14,2)	2,0 (2,3)	6,6 (6,2)
Import	3,0 (3,0)	-17,0 (-14,3)	0,3 (1,0)	5,6 (5,4)
BNP	-0,2 (-0,2)	-5,4 (-4,5)	1,4 (1,3)	3,1 (3,1)
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4 (-0,5)	-5,2 (-4,4)	1,1 (1,0)	3,1 (3,1)
Slutlig inhemsk efterfrågan*	0,8 (0,9)	-3,8 (-2,5)	-0,2 (-0,1)	2,0 (2,1)
Nettoexport*	-0,4 (-0,4)	-0,8 (-1,0)	0,9 (0,7)	0,9 (0,8)
Bytesbalans (NR), procent av BNP	8,3 (8,2)	7,1 (8,1)	7,6 (8,5)	8,1 (8,9)

* Bidrag till BNP-tillväxten, procentenheter

Anm. Siffrorna avser faktiska, ej kalenderkorrigerade, tillväxttakter, om ej annat anges. NR avser nationalräkenskaperna.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A7. Produktion och sysselsättning
Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
Folkmängd 16-64 år	0,8 (0,8)	0,6 (0,5)	0,3 (0,2)	0,2 (0,0)
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4 (-0,5)	-5,2 (-4,4)	1,1 (1,0)	3,1 (3,1)
Arbetade timmar, kalenderkorrigerad	0,9 (0,9)	-3,9 (-2,6)	-2,4 (-2,2)	0,4 (0,5)
Sysselsatta 15-71 år (EU-definition)	1,2 (1,2)	-2,7 (-2,7)	-3,1 (-2,9)	-0,3 (-0,3)
Arbetskraft 15-74 år (EU-definition)	1,3 (1,2)	0,0 (-0,1)	-0,8 (-0,7)	-0,3 (-0,3)
Arbetslöshet 15-74 år (EU-definition)*	6,2 (6,2)	8,8 (8,7)	11,0 (10,7)	10,9 (10,7)

* Procent av arbetskraften

Källor: Arbetsförmedlingen, SCB och Riksbanken

Tabell A8. Löner och enhetsarbetskostnader i hela ekonomin

Årlig procentuell förändring, kalenderkorrigerad data

	2008	2009	2010	2011
Timlön, KL	4,3 (4,3)	3,2 (3,5)	2,2 (2,3)	2,4 (2,6)
Timlön, NR	4,8 (4,8)	3,0 (3,6)	2,3 (2,4)	2,6 (2,8)
Arbetsgivaravgifter*	-0,7 (-0,7)	-0,4 (-0,1)	0,1 (0,1)	0,1 (0,1)
Arbetskostnad per timme, NR	4,1 (4,2)	2,5 (3,5)	2,3 (2,4)	2,7 (2,9)
Produktivitet	-1,3 (-1,5)	-1,3 (-1,8)	3,5 (3,2)	2,6 (2,6)
Arbetskostnad per producerad enhet	5,5 (5,7)	3,9 (5,4)	-1,2 (-0,8)	0,0 (0,2)

* Bidrag till ökningen av arbetskostnaderna, procentenheter

Anm. KL avser konjunkturlönestatistiken och NR avser nationalräkenskaperna. Arbetskostnad per timme definieras som summan av egentliga löner, kollektiva avgifter och löneskatter dividerat med säsongrensade totalt antal arbetade timmar. Arbetskostnad per producerad enhet definieras som arbetskostnad dividerat med säsongrensat förädlingsvärde i fast pris.

Källor: Medlingsinstitutet, SCB och Riksbanken

Tabell A9. Alternativscenari med högre reporänta, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-5,2 (-5,2)	0,9 (1,1)	3,1 (3,1)
KPI	3,4	-0,2 (-0,2)	1,3 (1,4)	3,0 (3,2)
KPIF	2,7	1,9 (1,9)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)
Reporänta, procent	4,1	0,8 (0,7)	0,5 (0,3)	1,6 (1,6)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2	141,6 (141,8)	134,0 (134,8)	131,6 (132,4)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,8	-0,2 (-0,2)	-2,9 (-2,7)	-2,7 (-2,5)
Produktionsgap, procent	2,6	-3,8 (-3,8)	-4,4 (-4,1)	-3,1 (-2,9)

Anm. Arbetsmarknadsgap och produktionsgap avser BNP:s respektive arbetade timmars avvikelser från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A10. Alternativscenario med lägre reporänta, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-5,1 (-5,2)	1,2 (1,1)	3,1 (3,1)
KPI	3,4	-0,2 (-0,2)	1,6 (1,4)	3,5 (3,2)
KPIF	2,7	2,0 (1,9)	2,1 (1,9)	2,2 (2,0)
Reporänta, procent	4,1	0,6 (0,7)	0,1 (0,3)	1,6 (1,6)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2	141,9 (141,8)	135,8 (134,8)	133,3 (132,4)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,8	-0,1 (-0,2)	-2,4 (-2,7)	-2,2 (-2,5)
Produktionsgap, procent	2,6	-3,7 (-3,8)	-3,8 (-4,1)	-2,7 (-2,9)

Anm. Arbetsmarknadsgap och produktionsgap avser BNP:s respektive arbetade timmars avvikelser från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A11. Alternativscenario med svagare löneutveckling, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-5,1 (-5,2)	1,4 (1,1)	3,6 (3,1)
KPI	3,4	-0,2 (-0,2)	1,3 (1,4)	3,0 (3,2)
KPIF	2,7	1,9 (1,9)	1,8 (1,9)	1,8 (2,0)
Reporänta, procent	4,1	0,7 (0,7)	0,1 (0,3)	1,3 (1,6)
Arbetskostnad per timme	4,1	2,5 (2,5)	1,8 (2,3)	2,0 (2,7)
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2	141,8 (141,8)	135,3 (134,8)	133,4 (132,4)
Real reporänta, procent	2,0	-0,9 (-1,0)	-2,6 (-2,6)	-
Arbetsmarknadsgap, procent	3,8	-0,2 (-0,2)	-2,3 (-2,7)	-1,5 (-2,5)
Produktionsgap, procent	2,6	-3,8 (-3,8)	-3,8 (-4,1)	-2,0 (-2,9)

Anm. Arbetsmarknadsgap och produktionsgap avser BNP:s respektive arbetade timmars avvikelser från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Tabell A12. Alternativscenario med starkare återhämtning i omvärlden, årsgenomsnitt

Årlig procentuell förändring, om ej annat anges

	2008	2009	2010	2011
TCW-vägd ränta, procent	3,8	1,0 (1,0)	1,6 (1,4)	3,6 (2,6)
TCW-vägd inflation	3,3	0,4 (0,4)	1,0 (1,0)	2,2 (1,6)
TCW-vägd BNP	0,7	-4,3 (-4,4)	1,0 (0,2)	2,4 (1,9)
BNP, kalenderkorrigerad	-0,4	-5,1 (-5,2)	1,3 (1,1)	3,4 (3,1)
KPI	3,4	-0,2 (-0,2)	1,9 (1,4)	4,0 (3,2)
KPIF	2,7	2,0 (1,9)	2,0 (1,9)	2,5 (2,0)
Reporänta, procent	4,1	0,7 (0,7)	0,7 (0,3)	2,4 (1,6)
Real reporänta, procent	2,0	-1,1 (-1,0)	-2,8 (-2,6)	-
Växelkurs, TCW-index, 1992-11-18 = 100	127,2	141,8 (141,8)	134,9 (134,8)	133,3 (132,4)
Arbetsmarknadsgap, procent	3,8	-0,2 (-0,2)	-2,6 (-2,7)	-2,3 (-2,5)
Produktionsgap, procent	2,6	-3,7 (-3,8)	-4,1 (-4,1)	-2,9 (-2,9)

Anm. Arbetsmarknadsgap och produktionsgap avser BNP:s respektive arbetade timmars avvikelser från HP-trend. Huvudscenariots prognos inom parentes.

Källor: SCB och Riksbanken

Översikt över fördjupningar 2007-2009²¹

2007

- 2007:1 Riksbanken publicerar egen prognos för reporäntan
- 2007:1 Underlag för utvärdering av penningpolitiken 2004-2006
- 2007:1 Beräkningsmetod för osäkerhetsintervall
- 2007:1 RAMSES – ett verktyg för penningpolitisk analys
- 2007:2 Den slojade fastighetsskattens effekter på bostadspriserna och inflationen
- 2007:2 Avtalsrörelsen tyder på högre löneökningstakter
- 2007:2 Produktivitetens drivkrafter
- 2007:2 Efterfrågan, utbud och matchning på arbetsmarknaden
- 2007:3 Hushållens inflationsförväntningar
- 2007:3 Riksbankens företagsundersökning
- 2007:3 Några lärdomar av tidigare finansiella kriser

2008

- 2008:1 Energipriser och svensk inflation
- 2008:1 Stigande livsmedelspriser
- 2008:1 Riksbankens företagsundersökning
- 2008:2 Ökningstakten i KPIX understiger KPI under lång tid
- 2008:2 Hur används mått på underliggande inflation i den penningpolitiska analysen?
- 2008:2 Realräntans utveckling
- 2008:2 Riksbankens företagsundersökning: konjunkturen dämpas och kostnaderna stiger
- 2008:3 Den finansiella krisens utveckling under september och oktober
- 2008:3 Finanspolitik: antaganden och prognoser
- 2008:3 Riksbankens företagsundersökning: snabb avmattning och utbredd pessimism

2009

- 2009 Februari Penningpolitiska alternativ vid finansiell kris och oro för deflation
- 2009 Februari Den finansiella krisen och penningpolitikens effekter
- 2009 Februari Den senaste tidens kronförsvagning
- 2009 Februari Riksbankens företagsintervjuer i december 2008 – januari 2009

21 En förteckning över fördjupningsrutor från och med 1993 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Tidigare räntebeslut²²

Mötesdatum	Reporänta (procent)	Beslut (procentenheter)	Penningpolitisk rapport
2005			
27 januari	2,00	0	ingen rapport
14 mars	2,00	0	2005:1
28 april	2,00	0	ingen rapport
20 juni	1,50	-0,50	2005:2
23 augusti	1,50	0	ingen rapport
19 oktober	1,50	0	2005:3
1 december	1,50	0	2005:4
2006			
19 januari	1,75	+0,25	ingen rapport
22 februari	2,00	+0,25	2006:1
27 april	2,00	0	ingen rapport
19 juni	2,25	+0,25	2006:2
29 augusti	2,50	+0,25	ingen rapport
25 oktober	2,75	+0,25	2006:3
14 december	3,00	+0,25	ingen rapport
2007			
14 februari	3,25	+0,25	2007:1
29 mars	3,25	0	ingen rapport
3 maj	3,25	0	ingen rapport
19 juni	3,50	+0,25	2007:2
6 september	3,75	+0,25	ingen rapport
29 oktober	4,00	+0,25	2007:3
18 december	4,00	0	Penningpolitisk uppföljning
2008			
12 februari	4,25	+0,25	2008:1
22 april	4,25	0	Penningpolitisk uppföljning
2 juli	4,50	+0,25	2008:2
3 september	4,75	+0,25	Penningpolitisk uppföljning
8 oktober	4,25	-0,50	ingen rapport
22 oktober	3,75	-0,50	2008:3
3 december	2,00	-1,75	Penningpolitisk uppföljning
2009			
10 februari	1,00	-1,00	Februari 2009
20 april	0,50	-0,50	Penningpolitisk uppföljning

22 En förteckning över historiska räntebeslut från och med 1999 och framåt finns på Riksbankens webbplats www.riksbank.se.

Ordlista

AKU: Arbetskraftsundersökningar. Månatlig enkätundersökning som utförs av SCB för att mäta bland annat arbetskraft, sysselsättning och arbetslöshet.

Arbetskostnad: Total kostnad för arbetskraft enligt nationalräkenskaperna, det vill säga summan av lön, bonus, arbetsgivaravgift, avtalade kollektiva avgifter och löneberoende produktionsskatter.

Avkastningskurva: Avkastningskurvan binder samman marknadens räntesatser för olika löptider.

Basis-spread: Anger skillnaden mellan tre månaders interbankränta och förväntad styrränta.

ECB: Europeiska Centralbanken.

Ekometrisk skattning: Oftast en statistisk beräkning baserad på historiska data.

Enhetsarbetskostnad: Arbetskostnad per producerad enhet.

Exportmarknadsindex: Avser att mäta efterfrågan på internationellt handlade varor i de länder som Sverige exporterar till. Indexet beräknas med hjälp av importutvecklingen i mottagarländerna vägt med respektive lands relativa betydelse för svensk export.

Fasta priser: Värdering till fasta priser innebär att flöden och stockar under en bokföringsperiod värderas till priser från en tidigare period. Syftet med värdering till fasta priser är att dela upp värdeförändringar i dels förändringar i priser dels förändringar i volym.

Fed: Den amerikanska centralbanken Federal Reserve.

Fed funds: Federal Reserves styrränta.

Finansiella marknader: De finansiella marknaderna består av aktiemarknaden, räntemarknaden och valutamarknaden.

Finansiellt sparande i offentlig sektor: Den offentliga sektorns inkomster minus utgifter.

FRA: En typ av terminsräntekontrakt (Forward Rate Agreement) där två parter kommer överens om att låna respektive låna ut pengar inom ramen för ett tre månaders interbanklån från och med ett givet framtida datum till en ränta som parterna kommer överens om idag. Marknadsräntorna för dessa FRA-kontrakt indikerar därför vad marknadsaktörerna förväntar sig om framtida räntenivåer. Se även förklaringarna av Terminsränta och Interbankränta.

HIKP: Harmoniserat index för konsumentpriser vilket har utvecklats som ett inom EU jämförbart mått på inflationen. HIKP skiljer sig från KPI både vad avser beräkningsmetoder och täckning, t.ex ingår inte bostadsräntor i HIKP.

Hodrick-Prescott (HP) filter: En statistisk metod för att dela upp utvecklingen av en variabel i en trendmässig och i en cyklisk del. Metoden kan beskrivas som ett viktat dubbelsidigt glidande medelvärde där högre vikt läggs på närliggande observationer och successivt fallande vikt för mer avlägset liggande observationer.

Inflation: Allmänna prishöjningar som innebär att penningvärdet faller. Motsatsen är deflation.

Interbankränta: Ränta som gäller när banker och större finansinstitut lånar av varandra på den så kallade interbanklånemarknaden för löptider upp till ett år.

Investmentbank: En bank som emitterar och säljer finansiella tillgångar. De ger även finansiell rådgivning till sina kunder samt handlar för egen räkning.

Implicita terminsräntor: Ifall det inte finns marknadsnoterade terminsräntor är det möjligt att beräkna så kallade implicita terminsräntor utifrån vanliga räntenoteringar med olika löptider. Se även Terminsränta.

Kalenderkorrigering: Korrigering för variationer i antalet arbetsdagar mellan åren. Kalenderkorrigering används vanligen för att jämföra produktions-, omsättnings-, och sysselsättningsutveckling (arbetade timmar) mellan kvartal eller månader.

Kapacitetsutnyttjande: Graden av utnyttjande av produktionskapaciteten, det vill säga den maximala produktion som är möjlig med befintlig arbetsstyrka, maskinpark och lokaler.

Konfidensindikatorer: Sammantaget mått på situationen i en bransch eller hos hushållen. Konfidensindikatorer bygger på ett genomsnitt av flera olika enkätfrågor.

Konjunkturbarometer: En undersökning där företag besvarar frågor om sin försäljning, produktion, anställningsplaner med mera.

Konkurrensvägd växelkurs: Den svenska kronans kurs mätt mot en korg av valutor där vikterna huvudsakligen bestäms av hur mycket handel vi har med respektive land.

KPI: Konsumentprisindex är ett mått på prisnivån som beräknas månadsvis av SCB. Riksbankens inflationsmål är uttryckt i den årliga procentuella förändringen av KPI.

KPIF: KPI med fast bostadsränta, KPIF, påverkas inte direkt av en förändring av bostadsräntorna. Hela förändringen av delindex för räntekostnader kommer från förändringen av kapitalstocken.

Kreditspread: Avser skillnaden mellan olika typer av räntor för värdepapper med samma löptid men olika kreditrisk.

Köpeskillingskoefficient: En fastighets köpeskilling dividerat med dess taxeringsvärde.

Löpande priser: Uttrycker det nominella värdet och är inte rensat för värdeförändringar som inflation.

Penningmarknad: En marknad bestående av banker och andra finansinstitut som tar emot kortfristig inlåning och ger kortfristig utlåning, från en dag upp till ett år.

Nettotal: Andelen företag eller hushåll som uppger en positiv utveckling minus andelen som anger en negativ utveckling

Penningmarknadsinstrument: Upplåningsformer på räntemarknaden.

Penningmängd: Allmänhetens innehav av sedlar, mynt och tillgodohavanden på bankkonton. Det finns olika mått på penningmängden som inkluderar olika definitioner av tillgodohavanden.

Penningpolitik: Riksbankens åtgärder för att bevara värdet på pengar.

PPR: Penningpolitisk rapport.

PPU: Penningpolitisk uppföljning.

Produktivitet: Hur mycket varor och tjänster som produceras i förhållande till de resurser i form av arbetskraft och kapital som sätts in. Det vanligaste måttet är arbetsproduktivitet som mäter produktionen per arbetad timme.

Realränta: Egentligen den säkra reala (det vill säga uttryckt i köpkraftsenheter) avkastningen på en realobligation. Eftersom likvida realobligationer ofta inte finns för relevanta löptider beräknas realräntan i praktiken oftast enligt den så kallade Fisher-ekvationen som nominalräntan minus förväntad inflation.

Refi ränta: Den europeiska centralbankens styrränta.

Reporänta: Riksbankens styrränta. Den ränta bankerna får betala när de lånar pengar av Riksbanken.

Resursutnyttjande: Utnyttjandet av produktionsresurserna arbetskraft och kapital.

Riksbankens direktion: Leder Riksbanken och fattar bland annat de penningpolitiska besluten.

Riksbankslagen: Lagen där Riksbankens arbetsuppgifter har fastställts.

Riskpremie: Den extra avkastning investerare kräver för att kompensera för risk.

SCB: Statistiska centralbyrån. Central förvaltningsmyndighet för den statliga statistikproduktionen.

Spotmarknad: Priset på en vara för omedelbar leverans.

STIBOR: Stockholm InterBank Offered Rate. STIBOR är en referensränta som används i många lånekontrakt.

STINA: STINA (Stockholm Tomnext Interbank Average) är ett räntederivatkontrakt där två parter byter ett fast ränteflöde respektive ett rörligt ränteflöde med varandra. Ränteflödena baserat på STIBOR-räntan för löptiden tomorrow-to-next som är nära relaterad till Riksbankens reporänta. Den marknadsnoterade fasta räntan i STINA-kontrakten reflekterar den genomsnittliga förväntade dagslåneräntan under kontraktets löptid.

Styrränta: De räntor som en centralbank sätter i penningpolitiskt syfte. I Sverige är det reporäntan, samt in- och utlåningsräntan. Reporäntan är den viktigaste räntan.

Sub-prime-lån: Bostadslån till hushåll med låga eller icke verifierade inkomster.

Säkerställda obligationer: En obligation där innehavaren har en särskild förmånsrätt vid en eventuell konkurs. Syftet med säkerställda obligationer är att kreditrisken normalt är lägre jämfört med obligationer som inte är säkerställda, vilket medför att upplåningskostnaderna sänks.

Säsongsrensning: Korrigering av data för att utjämna regelbundet återkommande variationer under året.

TCW-index: Ett index för den svenska kronans kurs baserat på IMF:s konkurrensvikter.

TCW-vägd: En sammanvägning av exempelvis BNP, KPI eller växelkurs i 20 länder som är viktiga för Sveriges transaktioner med omvärlden. Vikterna baseras på IMF:s konkurrensvikter.

TED-spread (Ursprungligen treasury/euro-dollar-spread): Anger skillnaden mellan interbankräntan på en viss löptid och motsvarande ränta på en statsskuldväxel.

Terminspriser: Priset för att fullfölja ett köp eller en försäljning av en tillgång vid en framtida tidpunkt.

Terminsränta: Ett terminsräntekontrakt innebär en skyldighet för ingående parter att fullfölja ett köp eller en försäljning av en räntetillgång till en förutbestämd ränta, terminsräntan, och vid en förutbestämd tidpunkt.

Tillgångspriser: Prisutvecklingen på i huvudsak aktier och fastigheter.

Underliggande inflation: Inflationsmått som på något sätt rensar bort eller väger om de varor och tjänster som ingår i KPI. Underliggande inflation kan beräknas genom att man exkluderar prisförändringar på vissa varor och tjänster vars priser brukar fluktuera kraftigt. Underliggande inflation kan också beräknas med hjälp av ekonomiska metoder.

Uppräknad årstakt: Uppräknad årstakt innebär att förändringen mellan två på varandra följande perioder räknas om till motsvarande årsförändring, vilket underlättar jämförelser av förändringar på olika frekvens. Anta exempelvis att BNP ökar med 0,5 procent mellan första och andra kvartalet, vilket i uppräknad årstakt blir cirka 2 procent och är en indikation på vad kvartalsförändringen kan ge för helårsutveckling.

Valutaswap: En överenskommelse om att köpa en valuta till dagens kurs för att sedan sälja tillbaka samma valuta vid ett bestämt tillfälle i framtiden till en given kurs.

Sveriges riksbank
103 37 Stockholm
(Brunkebergstorg 11)

Tel 08-787 00 00
Fax 08-21 05 31
registratorn@riksbank.se
www.riksbank.se

